



Handelshøyskolen BI - campus Bergen

# BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Verdsettelse av Flex LNG

Navn: Torjus Eidheim, William Eikeland  
Helland

Utlevering: 06.01.2020 09.00

Innlevering: 03.06.2020 12.00

# Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

## Verdsettelse av Flex LNG



# FLEX LNG

BTH 3630 – Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon

Utleveringsdato:  
06.01.2020

Innleveringsdato:  
03.06.2020

Studiested:  
Handelshøyskolen BI – Campus Bergen

*Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI.  
Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er  
anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket.*

## Sammendrag

Denne bacheloroppgaven har gjennomført en verdsettelse av selskapet Flex LNG.

Problemstillingen blir utledet som følger:

«Hva er verdien av en aksje i selskapet Flex LNG på tidspunktet 01.01.2020?»

Med et tilhørende delproblemstilling:

«Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen når formålet er å oppnå avkastning?»

Vi har verdsatt Flex LNG til kr 110,82 ved verditidspunktet 01.01.2020, noe som gir en kjøpsanbefaling da den ble omsatt for kr 94,00 ved samme tidspunkt.

Utredningen starter med å presentere bedriften og markedet. Videre redegjøres det for relevant teori knyttet til strategi, regnskap og verdsettelse. Under verdsettelsesteorien legges det mest vekt på fundamental verdsettelse, med verdsettelse ved bruk av multipler som ett supplement. Gjennom regnskapsanalysen ble selskapets resultatregnskap og balanse omgruppert mot et investororientert synspunkt. Flex LNG's forholdstall ble analysert og sammenlignet med bransjen. Den strategiske analysen dro frem interne styrker og svakheter og eksterne muligheter og trusler. Den strategiske analysen komplementert med regnskapsanalysen la ett grunnlag for å utarbeide en fremtidig kontantstrøm for Flex LNG med en budsjett horisont på 8 år. Kontantstrømmen ga utgangspunktet for den fundamentale verdsettelsen av selskapet. Denne verdsettelsen ga en pris på kr 113,24. Videre ble den fundamentale verdsettelsen supplert med både en komparativ multippelanalyse og en Monte Carlo simulering som ga et verdiestimat på henholdsvis kr 109,75 og kr 98,48. Det endelige verdiestimatet var et vektet gjennomsnitt av de tre verdsettelsene.

## Forord

Denne utredning er en del av avslutningen for bachelorstudiet Økonomi og Administrasjon ved Handelshøyskolen BI.

Verdsettelse var temaet vi valgte for denne utredelsen på bakgrunn av den koblingen den har med fag vi har hatt tidligere i utdannelsen. Oppgaven baserer seg på fagene BØK 3532 Finansregnskap og regnskapsanalyse, BØK 3423 Finans, med supplementer av STR 3605 Strategi.

Vi valgte selskapet Flex LNG som verdsettingsbedrift. Flex LNG befinner seg i ett meget spennende marked, som samfunnet har store forventninger for i fremtiden. Det fokuset som settes rundt miljømessige faktorer knyttet både til arbeidslivet og det dagligdagse livet gjør at Liquid Natural Gas (LNG) har store vekstmuligheter i fremtiden. Vi har derfor valgt å verdsette Flex LNG som har gode økonomiske muligheter for vekst, men som også har gode muligheter for miljømessige innvirkninger på samfunnet som helhet.

Oppgaven baserer seg på offentlig informasjon og kan inneholde svakheter knyttet til dette.

Til slutt ønsker vi å takke vår veileder, Johnny Olesen, som har vært til god hjelp med råd og konstruktiv kritikk underveis i bacheloroppgaven. Vi ønsker også å takke vår kontaktperson hos Flex LNG, Thorolf Aurstad, som har bistått med raske svar på de henvendelsene vi har hatt om spørsmål knyttet til bransjen og selskapet i seg selv.

Bergen, juni 2020

Torjus Eidheim og William Helland

## Innholdsfortegnelse

<i>Sammendrag</i> .....	<i>II</i>
<i>Forord</i> .....	<i>III</i>
<b>1. INNLEDNING</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Formål</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Problemstilling</b> .....	<b>1</b>
<b>1.3 Avgrensing ved problemstillingen</b> .....	<b>1</b>
<b>1.4 Introduksjon til oppgaven</b> .....	<b>2</b>
<b>2. PRESENTASJON AV FLEX LNG OG LNG BRANSJEN</b> .....	<b>3</b>
<b>2.1 Beskrivelse av Flex LNG</b> .....	<b>3</b>
2.1.2 Management .....	3
<b>2.2 Definisjon av LNG bransjen</b> .....	<b>3</b>
2.2.1 LNG Shipping Bransjen .....	3
2.2.2 Endringer i LNG Shipping bransjen .....	4
<b>3. LITTERATUR</b> .....	<b>5</b>
<b>3.1 Årsaker til Konkurranseskraft</b> .....	<b>5</b>
3.1.1 Posisjoneringskolen.....	6
3.1.2 Det Ressursbaserte Synet (RBV).....	7
<b>3.2 Moderne Porteføljeteori og Relevant Risiko</b> .....	<b>8</b>
<b>3.3 Kapitalverdimodellen</b> .....	<b>8</b>
<b>4. FINANSIELL METODE</b> .....	<b>9</b>
<b>4.1 Verdsettingsmetoder</b> .....	<b>9</b>
4.1.1 Inntjeningsbasert metode .....	10
4.1.2 Multipelbasert metode .....	12
<b>5. STRATEGISK ANALYSE</b> .....	<b>14</b>
<b>5.1 Rammeverk for strategisk analyse</b> .....	<b>14</b>
<b>5.2 Ekstern strategisk analyse</b> .....	<b>15</b>
5.2.1 PESTEL-Analyse:.....	15
5.2.2 Femkraftsmodell .....	21
<b>5.3 Intern strategisk analyse</b> .....	<b>25</b>
5.3.1 VRIN.....	25
<b>5.4 Oppsummering av den strategiske analysen</b> .....	<b>27</b>
5.4.1 SWOT .....	27
<b>6. FORSKNINGSMETODE</b> .....	<b>30</b>
<b>6.1 Forberedelser</b> .....	<b>30</b>
6.1.1 Fremgangsmåte.....	30
<b>6.2 Datainnsamling</b> .....	<b>31</b>
6.2.2 Datagrunnlag.....	31
<b>6.3 Dataanalyse</b> .....	<b>31</b>
6.3.1 Analyseverktøy .....	31
6.3.2 Reliabilitet og validitet .....	32
<b>7. REGNSKAPSANALYSE</b> .....	<b>32</b>
<b>7.1 US GAAP til IFRS</b> .....	<b>33</b>

<b>7.2 Omgruppering for investororientert analyse .....</b>	<b>34</b>
7.2.1 Omgruppering i fire steg.....	34
7.2.2 Omgruppering av resultatregnskapet .....	38
7.2.3 Omgruppering av balansen .....	39
7.2.4 Oppsummering av omgrupperingen .....	40
<b>7.3 Analyse av nøkkeltall.....</b>	<b>40</b>
7.3.1 Lønnsomhetsanalyse.....	41
7.3.2 Likviditets- og soliditetsanalyse .....	43
<b>7.4 Analyse av regnskapskvalitet.....</b>	<b>47</b>
<b>7.5 Totalkapitalens Avkastningskrav.....</b>	<b>48</b>
7.5.1 Egenkapitalens avkastningskrav .....	49
7.5.2 Gjeldskostnaden.....	58
7.5.3 Beregning av totalkapitalens avkastningskrav.....	59
<b>8. PROGNOSTISERING.....</b>	<b>59</b>
<b>8.1 Prognostisering metode .....</b>	<b>60</b>
8.1.1 Valg av prognoseperiode .....	60
8.1.2 Budsjettering fra 1 til Terminalperiode .....	61
8.1.3 Konstant vekst i terminalperioden .....	65
<b>9. VERDSETTELSE .....</b>	<b>66</b>
<b>9.1 Verdsettelse med FCFF-metoden .....</b>	<b>66</b>
<b>9.2 Multippel verdsettelse.....</b>	<b>67</b>
<b>10. Risikoanalyse.....</b>	<b>68</b>
<b>10.1 Sensitivitetsanalyse .....</b>	<b>68</b>
10.1.1 Vekst i terminalperioden og WACC.....	68
<b>10.2 Monte Carlo simulering .....</b>	<b>69</b>
<b>11. Diskusjon .....</b>	<b>70</b>
<b>12. Kritikk til oppgaven .....</b>	<b>72</b>
<b>13. Konklusjon.....</b>	<b>74</b>
<b>Referanseliste.....</b>	<b>i</b>

## 1. INNLEDNING

### 1.1 Formål

Denne bacheloroppgaven er en del av bachelorstudiet for Økonomi og Administrasjon ved Handelshøyskolen BI. Formålet med denne oppgaven er å bruke den innsikten vi tilegner oss, til å prognostisere en fremtidig kontantstrøm for å beregne Flex LNG sin aksjepris ved 01.01.2020. Videre vil vi analysere om den verdsette prisen er overpriset, underpriset, eller riktig priset ved verdsettelsestidspunktet.

### 1.2 Problemstilling

Problemstillingen vi har utledet har to deler; en hovedproblemstilling og en underliggende problemstilling.

*Hovedproblemstilling:*

«Hva er aksjeprisen til Flex LNG ved verditidspunktet 01.01.2020?»

*Delproblemstilling:*

«Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen i det formålet å oppnå avkastning?»

### 1.3 Avgrensing ved problemstillingen

Under denne utredelsen har vi basert oss på offentlig informasjon, kvartals- og årsrapportene til Flex LNG og dens konkurrenter. Dette er fordi det er ulovlig å gjennomføre handel av finansielle instrumenter ved innsideinformasjon, jf. verdipapirhandelens §3-3 (Lovdata, 2007). Vi kan derfor anses på lik linje som en vanlig investor. De siste offentlige dokumentene er årsrapportene for 2019. Der rapportene har feilet i å gi oss god nok informasjon har vi kontaktet Flex LNG direkte, eller tatt skjønsmessige vurderinger. Vi har tilstrebet å finne størrelser både ved og før tidspunktet 01.01.2020 så godt det lar seg gjøre, for å minimere effekten av COVID-19 på verdiestimatet.

Denne oppgaven har en analyseperiode på 8 år, fra 2020-2027. Vi har valgt å verdsette Flex LNG uten dens underavdelinger. Vi ser dette forsvarlig da underavdelingene bruker forskjellige regnskapsprinsipper og forholder seg til forskjellige lover og regler.

Flex LNG driver innenfor to markeder; det finansielle markedet, og det fysiske markedet. Det finansielle markedet innebærer kjøp og salg av derivater

basert på gassprisen, mens det fysiske markedet baserer seg på frakt av gass for kunder. Vi har valgt å bruke begge markeder som en faktor i verdiesestimater vi fullfører.

Avslutningsvis tar vi en forutsetning om at den fiktive investoren har kunnskap om moderne porteføljeteori, og er veldiversifisert, noe som gjør at investoren kan se bort i fra usystematisk risiko.

#### **1.4 Introduksjon til oppgaven**

Strukturen i oppgaven baserer seg på Tor Tangenes sitt rammeverk for studenter som skriver bacheloroppgave innenfor verdsettelse.

Kapittel 1 tar for seg en innledning og formålet til oppgaven, dens problemstilling, samt spesifiserer avgrensninger ved oppgaven. Kapittel 2 introduserer selskapet og markedet det befinner seg i, med en utgjørelse av framtidsutsiktene i markedene. Kapittel 3 legger frem den litteraturen som vi har tatt i bruk for å analysere interne og eksterne faktorer i oppgaven. Kapittel 4 introduserer verdsettelsesmetoder for verdsettelsen av selskapet. Kapittel 5 presenterer strategiske funn vi forutser i framtiden for selskapet. Kapittel 6 legger fram hvilken metode som vil bli brukt, samt hvordan vi har innhentet data. Gjennom disse kapitlene vil det kun foretas drøfting i kapittel 5. I resterende kapitler vil det kun være gjengivelse av teori og informasjon.

Kapittel 7 tar for seg nøkkeltall som er til nytte under analysen av selskapet. Gjennom kapittel 8 bruker vi kunnskap vi har tilegnet oss gjennom de foregående kapitlene for å prognostisere fremtidige kontantstrømmer. Kapittel 9 tar for seg selve verdsettelsen av Flex LNG. I kapittel 10 fremkommer usikkerhetsberegninger og simuleringer basert på de prognostiserte tallene. Disse kapitlene er mer analytiske og bygger på informasjon vi har hentet og kunnskap vi innehar.

Kapittel 11 er en diskusjon av oppgaven. Kapittel 12 gir kritikk til oppgaven. Avslutningsvis er kapittel 13 som svarer på problemstillingen fremlagt i kapittel 1. De siste kapitlene representerer en avslutning på oppgaven.



## **2. PRESENTASJON AV FLEX LNG OG LNG BRANSJEN**

### **2.1 Beskrivelse av Flex LNG**

Flex LNG er et LNG-shippingselskap registrert i Bermuda, som opererer med shipping av Liquified Natural Gas (LNG) gjennom femte generasjons flåter. Selskapet er notert både på Oslo Børs og New York Stock Exchange under navnet "FLNG". Selskapet ble opprettet i 2006 i The British Virgin Islands og ble børsnotert ved Oslo Axess i 2009. Flex LNG overførte i 2017 aksjene fra Oslo Axess til Oslo Børs, med en rapportert omsetning i samme periode på 27 millioner dollar. Periodens driftsresultat var på -13 millioner dollar, som gir en driftsmargin på -48%. Regnskapsåret 2019 viser en omsetning på \$119,9 millioner og et driftsresultat på \$55 millioner, som gir en driftsmargin på 45,9% (Flex LNG, 2020A).

Flex LNG opererer med femtegenerasjons LNG fartøy, et fartøy som bedre ivaretar lasten, samtidig som det er mer drivstoffeffektivt. I dag innehar flåten 13 skip, hvor seks av dem er aktive og syv er under konstruksjon, med antatt levering i 2020-21. Selskapets hovedinvestor er John Fredriksen gjennom selskapet Geveran Trading Co Ltd og står for omtrent 45% av aksjene i selskapet. Fredriksen har vist seg som en svært likvid og lånevillig eier som har gitt selskapet mulighet til å øke flåtestørrelsen sin.

#### **2.1.2 Management**

Flex LNG Fleet Management AS er i dag lokalisert i Oslo, her sitter ledelsen til Flex LNG som styrer alt virksomheten foretar seg i markedet. Ledelsen styres av direktør Øystein Kalleklev, hvor han og resten av ledelsen alle innehar bred erfaring fra shipping- og finanssektoren. I tillegg til dette består også styret av flere internasjonale personer med lang erfaring fra bransjen. Flex LNG har derfor satset på å inneha mye kompetanse på ledersiden, da oppgavene ledelsen skal løse er utfordrende gitt det volatile markedet den opererer i.

## **2.2 Definisjon av LNG bransjen**

### **2.2.1 LNG Shipping Bransjen**

LNG Shipping er en industri som befinner seg i stadig utvikling. Denne utviklingen gjelder både med tanke på hvordan markedet utvikler seg i størrelse, samt teknologien innenfor shipping. Industrien baserer seg på tankskip som kjører

og leverer LNG. LNG er et voksende drivstoff, som er både renere og billigere sammenlignet med diesel. LNG er hovedsakelig metan, CH<sub>4</sub>, med en mindre miks av etan, C<sub>2</sub>H<sub>6</sub>. Denne blir kjølt ned til væske for å transporteres, og trenger da bare 1/600 av samme lagringsplass. Dette blir derfor en mer økonomisk og sikker måte å transportere LNG. Det kan være utfordrende å definere virksomhetsområde til LNG Shipping, på grunn av hvor mange forskjellige kunder de har. LNG kan brukes til strøm, oppvarming, og i kjemikalieindustrien. Porteføljespillere som Shell og BP, tradinghus som Spotlaster, kjøper og selger last mer på spekulasjon. Markedet er også veldig komplekst, da man kan kjøpe i det fysiske markedet og selge på det finansielle gjennom derivater. I 2019 eksporterte markedet for 367 millioner tonn. Dette utgjør 13% vekst i markedet (Flex LNG, 2020). Det største markedet som etterspør LNG er Asia, hvor etterspørselen er ca. 75% av all LNG'en i markedet. Utover dette var det europeiske markedet som vokste mest i 2019. (Pengepod, 2019)

Teknologien i LNG shipping er under forandring. Den globale flåten ekspanderte kraftig i 2018. Dette er nødvendig for å møte voksende etterspørsel etter LNG, og for å utvikle spot-priser. LNG blir mer brukt som en råvare ved hjelp av denne teknologiendringen. LNG blir derav en del av flere forsyningskjeder. Flexibiliteten i flåten blir også nødvendig når Kina og Asias etterspørsel fortsetter å vokse, samt kan USAs utbredelse av flytningskapasitet være en driver for etterspørsel. På en annen side, når handelskrigen mellom USA og Kina er på sitt verste må man forvente at det påvirker etterspørsel og tilbud i bransjen.

Som sagt er det ikke bare teknologien som er i endring, men også selve markedet. Tradisjonelle eiere blir nødt til å se etter medeiere for å prøve å ekspandere flåten, som gjør at de kan ta for seg den ledige og ekspanderende flytende handelsplassen.

### **2.2.2 Endringer i LNG Shipping bransjen**

Den teknologiske endringen som bransjen befinner seg i, gjør at LNG skip er mer effektiv. Fremdriftsteknologien redefinerer bransjen operasjonelt når det gjøres store og viktige fremskritt innenfor teknologien. LNG flåten har gått fra å tidligere bruke damp som fremdrift, til å bruke en dual og tri-fuel dieselelektrisk (DFDE/TFDE). Skipene er 35% mer drivstoffeffektiv, som bidrar til at fraktratene går opp. MEGI skip (M-type, Electronically Controlled, Gas Injection) er enda

mer utviklet innenfor fremdriftsteknologien, og er dermed 25% mer drivstoffeffektiv enn TFDE. Denne typen skip er mer effektiv i den forstand at de isolerer LNG'en på en bedre måte, slik at mindre evaporer i løpet av reisen. De har en teknologi som gjør at overflødig evaporert LNG blir konvertert tilbake til væske. MEGI skip har også større oppbevaringsplass for LNG. Mange skipseiere går for MEGI typen ovenfor X-DF, som er et skip som bruker lavtrykk som et drivstoffs håndteringssystem. Hvis man kun ser på tallene er dette forståelig. MEGI er billigere å drifte med tanke kapitalutgifter. Forbruk av fuel og gas går ned med henholdsvis 8-9% og 3%. Det er på andre siden mindre risiko ved X-DF skipene, ved at de bruker lavtrykk drivstoff håndteringssystemer (Sea Trade Maritime News, 2020).

Eierskap innenfor LNG-shipping er også i en endringsfase. LNG flåten har vært konsentrert av de største LNG skipseierne som malaysiske MISC, sørkoreanske K-Line, qatarske Nakilat, japanske Mitsui OSK Lines og Nippon Yusen Kabushiki Kaisha Lines. Markedsandelen til de 12 største firmaene ligger på rundt 30% av bestillinger, og de eier ca. halve LNG flåten. Nå har både handelsmenn og kraftselskapene blitt skipseiere, på bakgrunn av at LNG trading har blitt mer likvid og diversifisert. Det har blitt færre lange kontrakter som gjør at de tradisjonelle skipseiere må se etter medeiere. Tradisjonelt sett har markedet vært basert på bilaterale langsiktige kontrakter, mellom et færre antall tilbydere og kunder. Markedet har også vært basert på banker som har fokusert på et mindre antall etablerte skipseiere med lav risiko til lave renter. Nå som kontraktene har endret seg fra langsiktige til mer korte og fleksible kontrakter, har inntjeningssynligheten også endret seg. Dette gjør at de tradisjonelle skipseierne må dele investeringene sine med nye skipseiere. Dette gir større avkastning i et marked som får et stadig mer flytende handelsrom, med forbedrede shipping optimaliseringsmuligheter (Tu Huan, 2019).

### **3. LITTERATUR**

#### **3.1 Årsaker til Konkurranseskraft**

Konkurranseskraft kan defineres som summen av selskapets ressurser og evner (eStudie.com, 2020). Desto bedre ressurser og evner selskapet har, jo bedre er konkurranseskraften. Konkurranseskraften gir tegn til hvordan selskapet ligger i forhold til de andre selskapene i markedet. Den viser i hvilken grad selskapet har mulighet til å konkurrere mot andre aktører i markedet, og i hvilken grad

endringer i selskapet påvirker konkurrentene. Konkurranseskraft kan forklares ut fra to perspektiver, det interne synet, hvor konkurranseskraft stammer fra forhold internt i selskapet, og det eksterne synet, hvor konkurranseskraft stammer fra eksterne forhold i markedet. Vi vil ta for oss disse to tilnærmingene ved bruk av posisjoneringskolen og det ressursbaserte synet. Det skal påpekes at selv om disse to tilnærmingene er forskjellige, ekskluderer den ene ikke den andre. Begge kan kombineres for å oppnå et helhetlig bilde av selskapets strategiske posisjon i markedet.

### **3.1.1 Posisjoneringskolen**

Posisjoneringskolen er som tidligere nevnt det eksterne synet på konkurranseskraft. I det eksterne synet ser man på konkurranseskraft med et utenfra-og-inn syn. Det betyr at bedriften får konkurranseskraft ved å identifisere og utnytte fordelaktige bransjekarakteristika. Dette kan for eksempel være høy konsentrasjon av bedrifter, høye inngangsbarrierer, eller høy produkt differensiering. Innenfor posisjoneringskolen er det to forskjellige verktøy som blir brukt under analyser, SCP-rammeverket og Porters fem markedskrefter. Vi vil gjennom denne analysen basere oss på Porters fem markedskrefter

Porters fem markedskrefter er et verktøy som blir brukt for å analysere konkurranseskraften i ett marked. Analysen gir en forståelse over forholdet mellom forskjellige konkurrenter i markedet, samt identifisere ytelses- og utviklingsfaktorer i markedet. Det analytiske verktøyet tar for seg fem markedskrefter som identifiserer lønnsomheten i et marked. Disse fem er kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, trussel fra substitutter, trussel fra nyetablerere, og bransjens interne rivalisering. Desto mer intense disse kreftene er, jo mindre påvirkningskraft og lønnsomhet har selskapene innenfor markedet. Når de fem markedskreftene er svake vil selskapene innenfor markedet ha høyere lønnsomhet (Michaux, 2015, ss. 3-6).

Svakheten til posisjoneringskolen er at det blir for mye fokus på det eksterne, at man glemmer det interne i selskapet. Dette er fordi man hele tiden prøver å finne den beste posisjonen i markedet i forhold til konkurrentene sine. Dreyer (2004) påpeker at når alle aktørene i bransjen ensrettet fokuserer på posisjonering i markedet, vil de etterhvert kopiere hverandre og

lønnsomhetsforskjeller vil avstå. Her forutsettes det at alle ressurser er likt tilgjengelig.

### 3.1.2 Det Ressursbaserte Synet (RBV)

Det ressursbaserte synet er den interne tilnærmingen på konkurransekraft. Det vil si at ved bruk av denne tilnærmingen har man et innenfra-og-ut syn på konkurransekraft. Det ressursbaserte synet analyserer og tolker selskapets interne ressurser, og bruker disse interne ressursene til å anskaffe seg et konkurransefortrinn. Teorien definerer de interne ressursene, som alle selskapets eiendeler, organisasjonelle prosesser, egenskaper, kunnskap og informasjon som blir kontrollert av selskapet (Barney J. , 1991).

Ifølge teorien vil kun strategiske ressurser gi konkurransefortrinn. De strategiske ressursene som befinner seg i selskapet, blir brukt til å tilegne selskapet ett konkurransefortrinn, og et strategisk overtak over konkurrentene. Det kan også brukes til å fastsette i hvilken grad selskapet befinner seg i en strategisk posisjon med et konkurransefortrinn. Konkurransefortrinn kan defineres som en verdiskapende strategi, som ikke besittes av konkurrerende selskaper. Barney (1991) nevner også at konkurransefortrinn ikke er bestemt over en tidsperiode, men heller hvor lenge ressursen klarer å holde seg etter VRIN kriteriene. VRIN er ett sett av kriterier som brukes for å definere om en ressurs gir selskapet et konkurransefortrinn eller ikke. Hvis ressursen gir selskapet et konkurransefortrinn, har det oppnådd alle kriteriene i VRIN. VRIN står for *verdifull* (Valuable), *sjelden* (Rare), *ikke-imiterbar* (Imperfect imitability), og *ikke-substituerbar* (Non-substitutability). En ressurs er verdifull hvis den gir selskapet en strategisk verdi. En verdifull ressurs gjør det mulig for et selskap å få høyere salg, lavere kostnader, høyere marginer, eller på en eller annen måte tilføre selskapet økonomisk verdi (Barney J. , 1986). Ressursen er sjelden hvis den er vanskelig å få tak i, iblant de eksisterende selskapene. Den er ikke-imiterbar hvis det ikke er mulig å etterligne eller kopiere ressursen. Til slutt er en ressurs ikke-substituerbar hvis den ikke kan erstattes av en alternativ ressurs. Hvis alle disse kriteriene er oppfylt vil den gi selskapet ett varig konkurransefortrinn.

Svakheter ved RBV-rammeverket er at endringer i organisasjonen gjennom utvikling og læring, ikke blir tatt i betraktning. (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 311). Det blir også kritisert for å ikke ha nok håndfast empiri, gjennom testing, og for å være for statisk.

### 3.2 Moderne Porteføljeteori og Relevant Risiko

Vanligvis vil høy risiko følge høy avkastning, men under moderne portefølje teori (MPT) introduserte Harry Markowitz diversifisering, som et verktøy for å redusere risikoen i porteføljen uten å redusere muligheten for høy avkastning. Det finnes to typer risiko, systematisk og usystematisk. Systematisk risiko er markedsspesifikt, mens usystematisk risiko er bedriftsspesifikt. Usystematisk risiko kan også bli omtalt som beta, og beta er et mål på hvor mye et finansielt instrument, som aksje, varierer i forhold til markedet. Desto mer en aksje varierer fra markedet, jo høyere er betaen. Dermed kan man si at beta er et mål på investeringens risiko. I følge MPT, inkluderer man flere aksjer med positiv og negativ beta, for å utarbeide en portefølje som minimaliserer betaen. Porteføljens beta er gjennomsnittet til de inkluderte aksjene, på den måten diversifiseres risikoen. Dette gjør at risikoen blir lavere, men avkastningen på porteføljen blir ikke påvirket. Når porteføljen inkluderer aksjer fra forskjellige bransjer er tanken at hvis den ene aksjen faller, vil den andre øke, og det er på den måten en portefølje er veldiversifisert. Her forutsettes det at alle aksjer er like mye veid, altså at samme investeringsbeløp har blitt investert for alle aksjene, og at de er spredt på tvers av bransjer. Avkastningen på porteføljen er et veid gjennomsnitt av alle aksjene inkludert (Eliza, 2019).

Harry Markowitz's moderne portefølje teori har også fått kritikk. Beta verdien er en verdi som er regnet fram fra historiske tall, men det betyr ikke at det er slik aksjen kommer til å oppføre seg i fremtiden. Teoretisk sett kan ingen spå fremtiden, og dermed ikke spå hvordan en aksje vil oppføre seg fremover. Følgelig kan man ikke utarbeide en teoretisk perfekt portefølje (Eliza, 2019).

### 3.3 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (KVM) ble utviklet på 1960-tallet av William Sharpe og John Lintner. Modellen ble ansett som et stort gjennombrudd innen finanst teori, og bygger videre på Markowitz's moderne porteføljeteori (MPT). KVM blir brukt som et verktøy for å forsøke å estimere forventet avkastning, sett i forhold til den risikoen eiendelen medfører. På denne måten skal modellen sikre at ved å ta høyere risiko, skal også investoren motta høyere avkastning (Schølberg, 2009). Kapitalverdimodellen forutsetter på lik linje som

porteføljeteorien, at investoren er veldiversifisert, og tar kun hensyn til systematisk risiko.

KVM har blitt mye kritisert siden sitt opphav på grunnlag av en rekke forutsetninger modellen tar. Dette er eksempelvis perfekte markeder og at alle eiendeler er omsettelige, noe som i praksis ikke stemmer. Videre tar modellen følgende forutsetninger: a) alle investorer er enige om eiendelenes fremtidige verdi; b) investorer er risikoavers og vil velge eiendeler som maksimerer fremtidig formue; c) investorer kan ta long, eller short posisjoner i alle eiendeler, inkludert den risikofrie eiendelen; d) enhver investor kan låne hvor mye de vil til den risikofrie renten (Black et al, 1972, s. 444).

Forenklete forutsetninger har resultert i at modellen har gitt svake resultater i empiriske studier, da modellen bygger på teoretiske feil, hvor det er vanskelig å gjennomføre valide tester (Fama, 2004, s. 25). Det er blitt gjort mange empiriske studier for å teste KVM. En av studiene pekte på at KVM i liten grad endret seg, dersom forutsetningen om at eiendeler kunne kombineres med risikofrie eiendeler ble brutt. Dette gjaldt også forutsetning om at investorene kunne låne og låne ut til samme rente (Black et al, 1972, s. 455). Black et al (1972) kunne videre vise til at den usystematiske risikoen ikke hadde noe innvirkning på aksjekursen, og at investoren dermed hadde påtatt seg risiko som ikke ble kompensert for. KVM er dessuten en en-periodisk modell, noe som gjør at den ikke vil være en veldig valid modell å bruke til å beregne avkastningskrav for usikre prosjekter (Bøhren, 2017, s. 146).

## **4. FINANSIELL METODE**

### **4.1 Verdsettingsmetoder**

Et selskap kan verdsettes på mange forskjellige måter. De påfølgende delkapitlene vil ta for seg de forskjellige verdsettingsmetodene, i verdsettelsen av Flex LNG. De forskjellige tilnærmingene som vil bli gjennomgått betegnes som inntjeningsbasert metode og multippelbasert metode. I verdsettingen vil vi bruke FCFF-metoden, og multippelbasert metode som ett supplement. FCFF-metoden blir brukt basert på at det bruker driftsresultat (EBITDA) som ett forholdstall. Sammenstillingsprinsippet vil gjøre at EBITDA ikke vil svinge unormalt mye i løpet av prognosen, og vil på den måten være et godt forholdstall i utregningen av fremtidige kontantstrømmer. Denne metoden tar ikke med kostnader knyttet til lån. Det kan være vanskelig å predikere opptak av lån, og rentekostnader i

fremtiden. Dette gjør at kontantstrømmen under FCFF-metoden kan estimeres med større sikkerhet enn under FCFE-metoden. Multiplbasert metode vil bli brukt som et supplement til FCFF-metoden, da den gir oss et innblikk til hva man kan forvente (Kaldestad & Møller, 2017, ss. 28-35). Det finnes også andre tilnærminger, som dividende-modellen og RI-modellen. Vi mener allikevel at FCFF-metoden sammen med multipl-metoden er tilstrekkelig for verdsettingen. Flex LNG er et shippingselskap som frakter råvaren, flytende naturgass. Det kan være vanskelig å verdsette slike selskaper når de baseres på råvareprisen. Denne prisen kan fluktuere fra år til år noe som gjør at det ene året kan være mye bedre det andre. Når man velger et basisår for å starte verdsettelsen er det ingen garanti for at råvareprisen holder seg på samme nivå (Damadoran A. , 2017, ss. 83-85).

#### **4.1.1 Inntjeningsbasert metode**

Under inntjeningsbasert metode vil generelt sett verdien av et selskap bli funnet ved å se på fremtidige inntjeninger eller kontantstrømmer. Disse neddiskonteres ved bruk av en diskonteringsfaktor, for å finne nåverdien av selskapet (Kinserdal, 2017). Den neddiskonterte nåverdien er et hypotetisk scenario for hva bedriften er verdt i fremtiden. Verdi kan også måles ved økende markedsandeler, som ved ett oppkjøp, og hvilke fremtidige inntekter det kan tenkes å gi. Inntjeningsmetoden kan også baseres på historiske tall, hvor man ser på økonomisk levetid og tidligere avkastningskrav. Innenfor den inntjeningsbaserte tilnærmingen finnes det flere metoder, som for eksempel dividendemetoden, diskonterte kontantstrømmer til egenkapitalen og selskapsverdien, diskonterte resultater til selskapsverdien, og meravkastningsmodeller (Kinserdal, 2017).

Inntjeningsmodeller kan bli estimert ved bruk av en-periodisk, eller to-periodiske modeller. Ved en-periodiske modeller forutsetter man at selskapet er i en stabil vekstfase, samt at kontantstrømmen holder seg stabil, eller i en konstant vekst. To-periodiske modeller forutsetter at under prognoseperioden foreligger det en langsiktig vekst, for så å ha en konstant vekst under terminalperioden.

##### **4.1.1.1 Diskonterte Kontantstrømmer (DCF-Modell)**

Diskonterte kontantstrømmer kan angis på to måter, egenkapital tilnærmingen (FCFE – metoden) eller selskapsverdi tilnærmingen (FCFF – metoden). Begge tilnærmingene er de mest utbredte metodene å verdsette et



selskap på. Kontantstrømmen er det frie kontantstrømoerskuddet som er igjen, etter at selskapet har betalt ned alle sine økonomiske forpliktelser. (Damadoran, 2012, ss. 351-357) Det forutsettes at kontantoverskuddet blir utbetalt som dividende hvert år, etter det har blitt investert i driftsmidler. Denne metoden er nærmest like teoretisk riktig som dividendemodellen. Problemet er at kontantstrømmer varierer ofte fra år til år, grunnet unormale inn – og utbetalinger (Kinserdal, 2017). FCFE og FCFF kan finnes ved følgende formel:

$$NOPAT + \text{Avskrivninger og Amortiseringer} \pm \Delta \text{Netto Arbeidskapital} - \text{Netto investeringer} = \text{Fri kontantstrøm for firmaet (FCFF)} \pm \Delta \text{Netto rentebærende gjeld} \pm \text{netto finanskostnader etter skatt} = \text{Fri kontantstrøm til egenkapital (FCFE)}$$
 (Petersen et al, 2017, s.255).

Hvor  $NOPAT$  er Driftsresultat etter skatt

### ***Egenkapitaltilnærmingen (FCFE-metoden)***

FCFE-metoden finner den frie kontantstrømmen, som viser hvor mye som blir igjen til aksjonærene etter man tar hensyn til inn- og utbetalinger fra kreditorer. Under FCFE-metoden vil uavhengige driftsmidler, gjeld, og balanseførte eiendeler være en del av kontantstrømmen til egenkapitalen, og derfor ikke en del av verdivurderingen (Finansleksikon, 2020). Denne tilnærmingen viser hva som blir igjen til aksjonærene, etter all reinvesteringen og nedbetaling av lån, noe som gjør at det kan bli utbetalt som dividende. På bakgrunn av dette er det et prinsipp som legges til grunn ved denne metoden. Det kommer ikke til å være noen form for kontantoppbygning i fremtiden. Dermed, som en ettervirkning av dette, vil selskapets forventede vekst i den frie kontantstrømmen til egenkapitalen kun inkludere vekst i inntekten fra driftsmidler, og ikke vekst fra inntekt gjennom aksjer (Damadoran, 2012, ss. 351-357). Gjennom FCFE-metoden verdsetter man selskapet ved å diskontere kontantstrømmen til egenkapitalen, med egenkapitalkostnaden som en diskonteringsfaktor.

Egenkapitalverdimodellen er gitt ved:

$$\text{Value of Equity}_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \left( \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_e-g)^n} \times \frac{1}{(1+r_e)^n} \right)$$

Hvor  $FCFE$  = Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen

Noen selskaper velger å ikke gi ut hele den frie kontantstrømmen som dividende. Dette kan være av forskjellige grunner. En grunn kan være ønske om stabilitet i dividenden. Selskaper har sjeldent lyst å senke dividenden, så når et selskap har en høy fri kontantstrøm er de motvillige i å øke dividende siden de er usikre på om de klarer å holde denne høye dividenden de nestkommende periodene. En annen grunn kan være signaleffekten. Denne effekten sier at en økning i dividende signaliserer gode framtidsutsikter, og en reduksjon i dividenden signaliserer dårligere framtidsutsikter. Dermed kan bruken av dividende som et signal gjøre at prisen på dividenden og den frie kontantstrømmen er forskjellige i visse perioder. Dette er kun to av flere grunner til hvorfor selskaper velger å kun gi ut deler av den frie kontantstrømmen (Damadoran, 2012, ss. 351-357).

### ***Selskapsverditilnærmingen (FCFF-metoden)***

FCFF-metoden benytter den frie kontantstrømmen som selskapet står igjen med etter driften, hvor gjeld ikke er hensyntatt. Ved å diskontere den frie kontantstrømmen til selskapet med total kapitalens avkastningskrav, får man verdien av driftsmidlene til firmaet. Deretter legger man til verdien av ikke-driftsmidler for å finne selskapsverdien. I selskaper hvor finansieringsform kommer til å endre seg over tid, vil selskapsverditilnærmingen være i bedre stand til å beregne egenkapitalverdien. Dette skyldes at FCFF ikke tar hensyn til gjeld, og at det kan bli vanskelig å estimere nye gjeldsinnbetalinger og gjeldsproblemer, jo lengre frem i fremtiden man kommer (Damadoran, 2012, ss. 354-357).

Selskapsverdimetoden er gitt ved:

$$Value\ of\ the\ Firm_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \left( \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)} \times \frac{1}{(1+WACC)^n} \right)$$

Hvor  $FCFF$  = Frie kontantstrømmen til selskapet

$WACC$  = Total kapitalens avkastningskrav

### **4.1.2 Multiplbasert metode**

Ved verdsettelse gjennom multipler tar utgangspunkt i lignende selskaper. Selskapene må ha visse likheter for at det kan bli brukt til en sammenligning.

Selskapene må ha lik størrelse, vekst, lønnsomhet og risiko. De lignende selskapene tilbyr en faktor som man multipliserer med årets inntjening. Det kan være vanskelig å finne selskaper som er komparative. Når man har funnet et lignende selskap, er denne type verdsettelse en enkel og tidsbesparende metode å gjøre det på (Kaldestad & Møller, 2017, s. 30).

#### 4.1.2.1 Price-Book (P/B)

P/B er en av de mest anvendte metodene innenfor verdivurdering. Det er en enkel metode som kan anvendes for å se om en aksje er under eller overpriset. Dette baseres på prinsippet om at verdien på en aksje skal være proporsjonal med verdien av den bokførte egenkapitalverdien. Et høyt tall innebærer at aksjen er overpriset, mens ett lavere tall betyr at aksjen er underpriset. Denne modellen viser også hva en investor vill stått igjen med dersom selskapet realiserte eiendelene sine, la ned driften, og utbetalte kapitalen til aksjonærene. Multiplenen gir investoren et godt bidrag til beslutningen om han skal investere eller ikke (Hayes, 2020) (Corporate Finance, Demarzo)

P/B er gitt ved formelen:

$$\frac{\textit{Pris}}{\textit{Book value}} = \frac{\textit{Markedsverdi Egenkapital}}{\textit{Bokført verdi Egenkapital}}$$

#### 4.1.2.2 EV/GAV

EV/GAV er multippelmodell som beregner selskapets markedsverdi. EV står for enterprise value, og er verdien av hele selskapet; markedsverdien av egenkapitalen og markedsverdien av gjelden. GAV er gjenanskaffelsen av eiendelene til ett selskap. Det vil si at det er kostnaden for å kjøpe eiendelene på nytt i markedet nå. Dette er en substansverdimultipel og baserer seg på verdier av eiendeler fremfor inntjening. Dette er mer relevant i den bransjen Flex LNG befinner seg i på grunn av dens volatilitet. Det er lettere å sammenligne selskaper med bruk av denne multiplenen, da det ikke har noe å si hva slags finansieringsmetode de har brukt (Damadoran A. , 2012, s. 500). Multipelmodellen baserer seg på at alle selskaper har til en viss grad samme skip, men kan variere flåtestørrelse. Det er vanskeligere å gjenskaffe skip som har

utdatert teknologi hvis denne er en del av flåten (Kaldestad & Møller, 2017, s. 353)

Formelen for EV/GAV er gitt ved:

$$\frac{EV}{GAV} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto rentebærende gjeld}}{\text{Gjenanskaffelseskost}}$$

#### 4.1.2.3 P/NAV

Multiplen P/NAV ser på forholdet mellom markedsværdien av egenkapitalen og salgsverdien av selskapets eiendeler. NAV står for net asset value og er selskapets eiendeler minus gjeld. Denne multiplen kan gi signaler til hvordan selskapet kommer til å operere fremover. Ved en høy verdi viser multiplene at selskapet forventer en bedre inntjening over tid i forhold til bransjen. En lav verdi viser derimot at selskapet ikke kan forvente gode inntjening. NAV er mindre volatil enn kontantstrømmene til eiendelene, men kan fluktuere i takt med sykluser (Kaldestad & Møller, 2017, s. 352)

P/NAV er gitt ved:

$$\frac{P}{NAV} = \frac{\text{Markedsverdi Egenkapital}}{\text{Salgsverdi av eiendeler} - \text{gjeld}}$$

## 5. STRATEGISK ANALYSE

I dette kapitlet vil vi gjennomføre ekstern- og internanalyse. Hensikten er å kartlegge markedet Flex LNG opererer i. Dette er for å kunne si noe om hva som påvirker, eller vil kunne påvirke, virksomhetens fremtidige kontantstrømmer. Analysen vil også bidra til å kunne si noe om markedets- og virksomhetens vekstpotensialer. Ved videre prognostiseringer i oppgaven vil det derfor være essensielt å analysere forhold som påvirker virksomheten på mikro- og makronivå.

### 5.1 Rammeverk for strategisk analyse

Den strategiske analysen gjennomført i denne oppgaven fokuserer på eksterne- og interne faktorer for verdiskapning. Den eksterne analysen er gjort ved å foreta en PESTEL analyse av makroøkonomiske forhold, samt Michael Porters

femkraftsmodell. Videre benyttes Jay Barneys VRIN-rammeverk for å analysere selskapets interne faktorer.

## 5.2 Ekstern strategisk analyse

### 5.2.1 PESTEL-Analyse:

PESTEL analyse bygger på makroøkonomiske faktorer definert som politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og lovmessige. De sosiale makroøkonomiske forholdene som påvirker Flex LNG, vil i denne analysen gjenspeiles i miljømessige forhold. Dette kommer av at de sosiale forholdene vi har funnet er relatert til miljømessige faktorer.

#### *Politiske Forhold:*

##### Internasjonale lover og regler for skipsfart (EU & IMO):

Skipsfart er en global bransje hvor Flex LNG må forholde seg til de regler som gjelder internasjonalt, samt nasjonalt. I 1992 innførte EU et strategidokument med tiltak som skulle styrke sikkerheten og miljøet til sjøs. Dette kom som følge av flere alvorlige ulykker i perioden. EU har siden den gang innført flere direktiver og regler, med utgangspunkt i de internasjonale reglene utviklet av IMO (International Maritime Organisation). I 2002 ble det opprettet et felles sjø sikkerhetsorgan med navn EMSA (European Maritime Safety Agency), noe som i stor grad har bidratt til å styrke EUs kapasitet til å utvikle felles sjøfartspolitik (Nærings- og Handelsdepartementet, 2005).

Skipsfarten strekker seg imidlertid også utenfor EUs grenser, hvor IMOs regelverk vil være mest gjeldende for Flex LNG's drift på internasjonalt farvann. IMO er en spesialisert organisasjon innenfor skipsfart og har sitt utspring fra FN. IMO setter en rekke krav til shippingindustrien vedrørende sikkerhet og utslipp (IMO, 2020). Kort fortalt innebærer dette et rammeverk som forhindrer aktører i næringen fra å adressere deres økonomiske situasjon, ved å kutte ned og kompromittere på områder som omhandler sikkerheten til mannskapet eller andre ferdende, samt miljømessige prestasjoner.

##### Handelskrig:

I Juli 2018 innførte USA straffetoll på en rekke Kinesiske varer, som følge av det store handelsunderskuddet USA har til Kina. Dette kommer av at Kina selger mange flere varer til USA, enn USA gjør til Kina. USA hevder at Kina

driver urettferdig handelspolitikk, noe som har svekket konkurransen. Dette er på bakgrunn av at de gir subsidier i form av billige lån og støtte til bedrifter, som skal produsere og selge varer til USA og andre land. Anklagene deles også av EU-landene og andre handelspartnere av Kina (Magnus, 2019). Det store fallet i handelen mellom USA og Kina, har resultert i at global varehandel har falt for første gang siden finanskrisen (Norges Bank, 2019, s. 17). Til tross for “våpenhviler” og positive tegn på løsninger, pågår fremdeles konflikten mellom partene.

Dette påvirker også LNG og kraftnæringen. Kina er i dag verdens største importør av naturgass, som følge av landets satsing på renere energikilder for å bekjempe landets dårlige luftkvalitet. I juni 2019 innførte Kina 25% toll på LNG fra USA, noe som har gjort det vanskelig for USA og finansiere en rekke LNG prosjekter. Eterspørselen i markedet er fremdeles tilstede, men utviklingen i handelskrigen har skapt et skift i eksporten. Dette er kommet til fordel for nasjoner som Qatar, Russland og Australia (E24, 2019). Konsekvensene av dette er kortere seilingsdistanser for frakt av LNG.

### ***Økonomiske forhold:***

#### **Rater og kontrakter:**

Hvordan rater utvikler seg og hvordan type kontrakter selskapet tegner med sine kunder, har også en innvirkning i aksjeverdien. Virksomheten kan velge å ha båter i spotmarkedet, hvor en mottar en flytende rate. Fordelen med dette er at man ikke går glipp av oppturer dersom ratene styrkes, dette vil derimot også gjelde dersom ratene synker. Spotmarkedet er mer risikabelt, men vil også potensielt gi den beste inntjeningen. Å ha båter i spotmarkedet vil derfor være en mer spekulativ strategi for virksomheten, hvor det er verdt å merke seg at slike rater svinger mye (Paulsen, 2014). Som et resultat av dette vil fremtidige kontantstrømmer for slike beslutninger være vanskeligere å beregne.

Det andre alternativet for virksomheten er å plassere fartøyene på lengre kontrakter, hvor en kan låse seg til en fast rate. Dette er en tryggere beslutning som medfører sikrere kontantstrømmer i perioden avtalen inngås. Slike kontrakter kan strekke seg fra alt mellom et halvt år til flere år. Bankene, som står for mye av finansieringen i markedet, vil som oftest sette mer pris på denne strategien (Paulsen, 2014). Dette kommer av at høyere kontraktsdekning gir bedre innsikt i fremtidig inntjening. Til tross for at kontrakter gir mer trygghet, vil dette ikke bety

at det er uten risiko. Dersom virksomhetens fartøyer er låst til en fast rate, hvor raten en får i markedet styrkes betraktelig, vil dette da medføre store alternativkostnader.

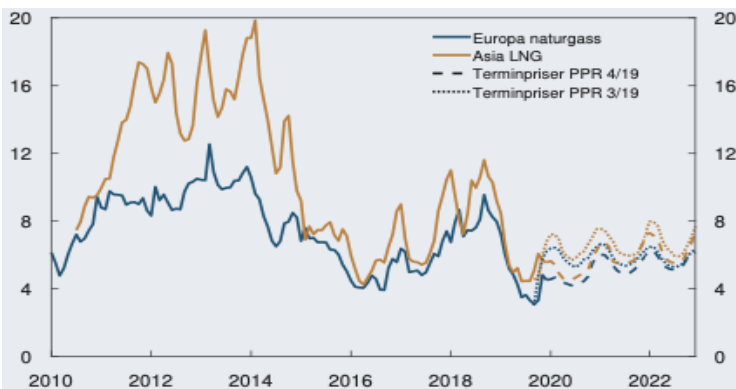
Hvordan virksomheten posisjonerer seg i forhold til antall fartøy i spot- og kontraktmarkedet, vil kunne gi store utslag i hvordan selskapet verdsettes (Kaldestad & Møller, 2017, s. 343). Har virksomheten mye flåter i spotmarkedet vil det føre til høyere grad av volatilitet, hvor prising av virksomheten i stor grad påvirkes av hvordan en anser framtidsutsiktene. Dersom markedet ikke anser fremtiden like bra, vil det lønne seg å ha flere fartøyer på kontrakter, som sikrer stabil inntjening. Hvordan virksomheten velger å eksponere seg i henhold til spoteksponering og kontraktsdekning er dermed sentralt i hvordan selskapet prises. Flex LNG innehar i dag tre flåter i spotmarkedet og tre flåter med kontraktsdekning. Videre forventes det at fem av de nye flåtene vil være på vannet i løpet av 2020, og to flåter i 2021.

#### Gasspris:

Hvordan markedet betrakter fremtidige spot-priser for gass, gir grunnlag for tilstander som kalles «Contango» og «Backwardation». Dette er uttrykk brukes for å definere hvordan markedet anser den fremtidige kurven av gasspriser (CME, 2020). Ved Contango vil markedet anse fremtidige gasspriser som høyere, enn hva spotmarkedet tilsier på nåværende tidspunkt. Dette kan føre til at ulike aktører ønsker å laste opp i gass nå, for å kunne selge dette på et senere tidspunkt til en høyere pris. Dersom det forekommer en stor Contango vil dette kunne føre til flytende lager, ettersom man ønsker å oppbevare gass for å selge dette på et senere tidspunkt. Med andre ord, vil dette føre til en økt etterspørsel etter flåter. I en artikkel fra Finansavisen (2019), informerer CEO av Flex LNG at virksomheten har posisjonert seg slik at de skal ha flåter tilgjengelig for andre halvår av 2020, for å kunne tilrettelegge for flytende lager. Treffer virksomheten rett, vil de kunne oppleve høy etterspørsel etter båtene som er tilgjengelig. Det rimelig å anta at aktørene vil ha høyere betalingsvillighet, som et resultat av dette. Når markedet anser synkende priser i gass, vil markedets tilstand defineres ved backwardation. Dette skjer som et resultat av at det settes større verdi i å inneha gass på nåværende tidspunkt. En typisk årsak for dette kan være at flere store prosjekter krever mer bruk av gass nå, enn hva de vil i fremtiden (CME, 2019).

Norges Bank (2019) utga i desember en pengepolitisk rapport, hvor det vises til økende terminpriser fra 2020, se figur 7-1. Fallet i gasspriser i 2019 forklares i stor grad ved at den høye tilgangen på flytende gass og russiske rør. Dette bidro derfor til overflod i tilbud og synkende priser. Selv om det forventes en økning i priser fremover, vil oppgangen kunne dempes som et resultat av mindre usikkerhet rundt russisk gasseksport, samt høy tilgang på LNG. Motsatt vil også kaldere vintre kunne bidra til økt import og høyere priser (Norges Bank, 2019, s. 16).

I en rapport fra IEA (International Energy Agency), anslås det at man i perioden 2020-22 vil oppleve en overflod av gass i markedet (Hovland, 2018). IEA utga i 2019 en oppdatert rapport, som anslår at etterspørselen etter LNG vil vokse mot 40% av total gassetterspørsel i Asia. Regionen er i dag ansett som den største gassimportøren i verden (IEA, 2019).



Figur 7-1: Gasspriser (Norges Bank, 2019)

### LIBOR:

London Interbank Offering Rate (LIBOR), er en av de mest betydningsfulle rentene i global finans (BBC, 2015). Renten ansees som et mål på troverdigheten til det finansielle systemet, så vell som i hvilken grad bankene har troverdighet til hverandres finansielle situasjon. Renten settes som et gjennomsnitt av hva bankene ville betalt hverandre for et lån i dag, og deles videre opp i lengder på 1 måned, 3 måneder, 6 måneder og et år. Flere finansielle avtaler baserer seg på Libor renten, blant annet Flex LNG's låneavtaler. Låneavtalene til Flex LNG er i hovedsak basert på Libor renten, med et påslag (premium) som varierer ut ifra lengde og andre faktorer. Libor renten Flex LNG baserer seg på, er årlig (Flex LNG, 2019A). Ved utgangen av 2019 lå Libor renten på 1,96%, IMF anslår at renten i 2020 vil snitte på 2% (IMF, 2019, s. 121). Utviklingen for årlig Libor siste 10 år (Figur 7-2), gir et gjennomsnitt på 1,442% over perioden.





Figur 7-2: 1 year LIBOR, Macrotrends

### Global vekst og inflasjon:

For shipping industrien vil etterspørsel etter varer og transportbehov, svinge i takt med konjunktorene i den generelle verdensøkonomien (Kaldestad & Møller, 2017, s. 344). Flere politiske faktorer, som handelskonflikter og Brexit, har ført til lavere investeringer de siste årene (Norges Bank, 2019, s. 13). Norges Bank (2019) påpeker at dette vil kunne dempe global vekst. På globalt nivå anslår Norges Bank vekst i BNP på henholdsvis 3,3% (2020), 3,5% (2021) og 3,6% (2022).

IMF (International Monetary Fund) anslår i sin rapport fra oktober 2019, at inflasjonen for utviklingsland i 2020 vil lande på 4,8%. Det forventes at denne vil minske noe, til 4,3% innen 2024. For avanserte økonomier er anslaget 1,8% for 2020, hvor det vil være en gradvis oppgang til 2% i 2024 (IMF, 2019, s. 154).

### ***Teknologiske forhold:***

Som det innledningsvis er nevnt i oppgaven, så har det vært en stor teknologisk utvikling i LNG bransjen. Dette har bidratt til mer effektive løsninger ved LNG-Shipping, som har resultert i vekst for bransjen. Den teknologiske utviklingen deles gjerne opp i tre faser, hvor den første (LNG 1.0) er de klassiske dampdrevne skipene som var vanlige frem til år 2000. Etterfulgt av dette ankom de dieseldrevne DFDE/TFDE skipene (LNG 2.0), disse var 35% mer drivstoffeffektiv og bidro til høyere fraktrater. Nåværende fase av LNG skip, MEGI/XDF (LNG 3.0), er 25% mer drivstoffeffektiv enn TFDE (Sea Trade Maritime News, 2019). I tillegg til dette er denne nye typen skip mer effektiv i å bevare lasten, samt at den har teknologi som gjør det mulig å konvertere evaporert gass tilbake til flytende væske. Flex LNG innehar i dag kun skip i form av LNG 3.0, noe som stiller de i en god posisjon dersom det skulle bli for mye skip i

markedet. Ved slike tilfeller, er det de mindre effektive dampbåtene som forlater markedet (Kalleklev, Flex LNG, 2019).

Flex LNG er i dag i gang med å utarbeide et system i samarbeid med DNV-GL og Frontline, for å automatisere innhenting av data fra skip (Flex LNG, 2020, s. 69). Systemet skal bidra til at det blir lettere å benchmarke flåtene ut ifra hvor kostnadseffektive de er, men også effektiviteten til personell. Videre skal det også gi tekniske-, kunderelaterte og undersøkelsesrelaterte benchmarks.

### ***Miljømessige forhold:***

#### Environmental and Social Governance (ESG):

Investorer har i økende grad begynt å vektlegge grønne investeringer, noe man ser en klar trend på i hvordan selskapene som vektlegger dette, har vokst i børsverdi i senere tid (Nilsen, 2019). Flåtenes utslipp og påvirkning på miljøet kan derfor påvirke potensielle investorers investeringsvillighet i virksomheten. Som det er påpekt ovenfor, under teknologiske forhold, er det de klassiske dampflåtene som gir mest utslipp. Flex LNG innehar i dag de mest effektive og miljøvennlige fartøyene. De vil dermed kunne ansees som en foretrukken investeringsmulighet hos investorer som vektlegger dette. Flex LNG lanserte i 2020 sin andre ESG-rapport (Flex LNG, 2020C). Dette gir potensielle investorer en mulighet til å få innblikk i hvordan selskapet jobber med bærekraft. Det er i dag ikke pålagt for bedrifter å føre slike rapporter, med det stilles allikevel krav til hvordan de føres (Dyvik, 2020).

#### Værforhold:

Været er en sentral faktor bak mange prognoser for fremtidig etterspørsel av LNG (Foerster, 2019). Dette kommer av at gass brukes som en energikilde, noe som gjør at bruken av den til oppvarming vil variere ut ifra hvordan temperaturen utvikler seg. Typiske prognoser sier gjerne at etterspørsel vil øke i vinterstid, da det vil være naturlig med mer bruk av oppvarming, enn hva som eksempelvis vil forekomme i sommersesongen. Været er derimot ikke alltid like lett å lage sikre prognoser for frem i tid. Dette fører derfor til at vintre som ikke innfrir forventningen om antatt kulde, kan gi et sjokk i markedet for LNG. Slike tilfeller kalles ofte for El Nino, og defineres som en tilstand hvor det forekommer uvanlig høy overflatetemperatur i det østlige og sentrale Stillehavet nær ekvator (Medhaug, 2018). Dette påvirker også været mange andre steder på Jorden, og gir derfor utslag på global middeltemperatur.

Vinteren 2018/19 var preget av et slikt tilfelle, dette gjorde at etterspørselen som tidligere var antatt for sesongen ble betraktelig mindre enn hva man så for seg. Dette ga en klar negativ innvirkning på prisen av naturgass, ettersom at produsert mengde for denne perioden var mye høyere enn hva markedet faktisk fikk bruk for (Foerster, 2019).

### ***Juridiske Forhold:***

Virksomheten opererer internasjonalt, noe som gjør at den må forholde seg til lovgivning for både internasjonal ferd til havs, lokale havnemyndigheters lovgivning om anløp, lossing og lasting, samt avtalerett. Det stilles dermed en rekke krav til virksomheter i bransjen, i forhold til kjennskap av ulike lokale lovgivninger. Lovbrudd vil ut ifra alvorlighetsgrad kunne medføre økonomiske konsekvenser, ved liten kjennskap til områdene en opererer i. For internasjonal lovgivning presenterte vi under «politiske forhold» hvilke krav organisasjoner som IMO og EU stiller til virksomheter som begår aktiviteter til havs.

### **5.2.2 Femkraftsmodell**

For å analysere konkurransekraft og drivere til lønnsomhet i bransjen, vil vi ta i bruk Michael Porters femkraftsmodell. Denne modellen er introdusert i delkapittel 3.1.1. Konkurransekraftene vil presenteres under, hvor Flex LNG's posisjon til disse diskuteres videre.

### ***Trussel fra nye etablerere***

Nye etableringer i en bransje vil komme som et resultat av at avkastning overstiger avkastningskravet. Dette vil skape en tiltrekningskraft som gjør at bedrifter ønsker å etablere seg i den lønnsomme bransjen (Michaux, 2015, s. 6). Hvorvidt dette er en enkel oppgave, avhenger i stor grad av bransjens inngangsbarrierer og hvilke krav dette stiller til "inntrengeren".

For å kunne diskutere inngangsbarrierer for bransjen, vil det være naturlig å se på hvilke kostnader den krever. Det å etablere seg i bransjen er først og fremst svært kapitalkrevende. En LNG-flåte kan koste bortimot 200 millioner dollar, noe som gjør dette til en av de dyreste industriene i shipping sektoren. Når det er sagt, så er dette imidlertid den eneste håndfaste barrieren. Selv om dette kan virke til å være en høy inngangsbarriere, så har historien vist at banker stort sett har tilbydd høy gearing og gode vilkår. Dette gjelder særlig dersom man kan vise

til lange kontrakter. Inntrengere har derfor ofte fått låne høye andeler av anskaffelseskostnaden (Kaldestad & Møller, 2017, s. 342).

Det kan allikevel være gunstig for en informativ analyse å se på hva som kreves foruten om barrieren ovenfor, da dette kan virke avskrekkende eller stille tvil til avkastningspotensialet. Bransjen kan kategoriseres som svært kapitalintensiv, hvor driften av slike fartøy medfører høye kostnader for virksomheten. Ettersom markedet også er svært syklisk så kan dette by på utfordringer. Kostnadene ved å måtte legge skip til på havner, vil ofte være så høye at selv ikke det vil være lønnsomt i dårlige tider. Altså vil dette kun være et alternativ, dersom ratene er så lave at de variable kostnadene overstiger dette (Kaldestad & Møller, 2017, s. 343)

Videre i analysen vil det også være hensiktsmessig å se på hvordan en eventuell utfordrers mulighet for å tilegne seg store kontrakter er. For bransjens kunder vil pris og ivaretagelsen av lasten stå sentralt for hvem de ønsker å inngå kontrakter med. For nye aktører vil det derfor være mest hensiktsmessig å kunne tilby fartøyer som både er mest mulig drivstoffeffektive, men som også har minst avkok av lasten. Dette vil kreve en nyere generasjons flåte, hvor det er verdt å merke seg at dette også er de fartøyene som koster mest å få på vannet.

Analysen peker på at en eventuell ny aktør i markedet vil ha behov for store mengder kapital. Det vil også være tidkrevende for nye aktører å etablere seg, ettersom dette vil kreve produksjon av nye fartøy. Med andre ord, må nye redere ha god innsikt i hvordan etterspørselen for nye flåter vil være når disse ferdigstilles.

*Analysen har kommet frem til at trusselen for nyetableringer i bransjen er høy. Dette kommer som et resultat av at det strengt tatt ikke kreves mer enn kapital for nybygg for å etablere seg i bransjen, noe bankene ofte har tilbydd gode lånevilkår for tidligere. Gode tider for bransjen har tidligere også resultert i at redere overfyller markedet med båter (Kaldestad & Møller, 2017, s. 343)*

### **Trussel fra substitutter**

Substitutter er alternativer til det allerede eksisterende tilbudet, som løser kundens behov på en annerledes eller mer innovativ måte. Dette kan presentere seg som en trussel, dersom substituttet tilbyr bedre kvalitet, lavere pris og når kostnaden ved å bytte til substituttet er lavt (Michaux, 2015, s. 6).

For å analysere hva som vil kunne kategoriseres som substitutter for LNG, vil det være hensiktsmessig å først ta for seg LNG som en energikilde. Det finnes i dag en rekke energikilder, hvor gass peker seg ut som den tredje største (Øvrebø, 2020). De to største energikildene er i dag olje og kull. Disse vil i fremtiden minske, som et resultat av at verdens land forsøker å innhente klimamålene satt i Paris-Avtalen. I Asia antas det at forbruket av kull vil reduseres over årene, til fordel for naturgass. Fornybare energikilder vokser mer enn noen andre, og da særskilt vind- og solkraft. Disse står allikevel kun for omtrent 2% av verdens forbruk (Øvrebø, 2020). Det burde også nevnes at vind- og solkraft er mye mer avhengig av værforhold under produksjon. Dette gjør at det er mer sannsynlig at det vil fungere som ett supplement, og ikke en fullverdig erstatning.

I bransjen for shipping av LNG, vil det sterkeste substituttet være frakten av naturgass gjennom ulike rørlinjer. Fordelen rør har overfor LNG, er at kostnaden ved å gjøre gassen flytende bortfaller. Rørlinjene strekker seg imidlertid ikke overalt, og er kun økonomisk effektiv å frakte inntil 3000km (Salim, 2014).

*Trusselen fra substitutter vurderes som moderat.*

### **Forhandlingsstyrke hos kunder**

Hvilken innflytelse kunder har i markedet avhenger av deres evne til å forhandle. Høy grad av forhandlingsstyrke fra kunder vil ha en negativ effekt på lønnsomhet ved at de krever bedre priser, bedre kvalitet eller ekstra ytelser (Michaux, 2015, s. 5).

For Flex LNG vil styrken være å kunne tilby en toppmoderne flåte. De er allikevel ikke alene om å tilby dette, men ettersom store deler av markedet fortsatt opererer med «utgåtte» fartøyer er det å anse som en fordel. Hvor lange kontrakter kundene tegner vil påvirke deres grad av forhandlingsmakt. Kundene med lang horisont vil derfor kunne påvirke prisnivået i større grad enn hva mindre kunder vil kunne kreve.

Som det er nevnt i PESTEL analysen, har IEA lagt frem en rapport som tilsier at det de siste årene har vært overflod på tilbudssiden. Organisasjonen tror at dette nå vil strammes inn fra 2022, som et resultat av færre prosjekter for gassproduksjon.

*Til tross for fordeler virksomheten har gjennom nyere fartøy, vurderes kundenes forhandlingsmakt som høy. Særlig de store kundene skiller seg ut her,*

*ved å kunne tilby virksomheten sikre kontantstrømmer. Vi anser derfor at de vil kunne tilegne seg en uhensiktsmessig fordel ovenfor virksomheten.*

### ***Forhandlingsstyrke hos leverandører***

På like linje som ved kundeforholdet, kan leverandørens forhandlingsstyrke ha en effekt på virksomhetens lønnsomhet. Dette avhenger av leverandørens evne til å tvinge frem sine vilkår overfor virksomheten. Forhandlingsstyrken kan styrkes ved tendenser til monopol, høye byttekostnader og ved liten grad av substituttbarhet (Michaux, 2015, s. 6).

Leverandører ansees primært som verftene, hvor kapasiteten og inngåtte kontrakter er avgjørende for hvilken forhandlingsstyrke de innehar. Ved liten grad av kapasitet på verftene, vil betalingsvilligheten til rederiene øke, ved at tilgangen på nybygg er lav. Dette vil styrke verftenes evne til å tilegne seg en uhensiktsmessig fordel over virksomheten. Det vil i liten grad eksistere noe monopol hos leverandører, men det vil være rimelig å anta at byttekostnader er høye da påbegynte bygg ikke kan flyttes til andre leverandører. Virksomhetens evne til å forhandle frem gode kontrakter med leverandørene, vil kunne balansere dette forholdet. Det bør allikevel påpekes at gode vilkår kan være vanskelig å tilegne seg, dersom en er for sent ute med å bestille nybygg (Kaldestad & Møller, 2017)

*Forhandlingsstyrken påvirkes i stor grad av forekomsten av oppgangstider, da dette historisk sett er perioder som bidrar til liten grad av kapasitet hos leverandørene. Ved å ikke være tidlig nok ute i bestillingen av nybygg under disse periodene, vil leverandørene kunne tilegne seg en uhensiktsmessig fordel over virksomheten. Vi anser forhandlingsstyrken hos leverandørene som moderat.*

### ***Intern rivalisering***

I denne delen av analysen adresseres konkurransesituasjonen mellom aktørene i markedet, samt deres evne til å utnytte egen verdiskapning. Høy rivalisering vil i dette tilfelle si at konkurranseintensiteten er så høy at det blir vanskelig å hente ut verdiskapningen. Dette skjer som et resultat av at høy rivalisering i bransjen bidrar til høy konkurranse og prispress (Michaux, 2015, s. 7).

Kaldestad & Møller (2017) peker på tilgang på at det ved oppgangstider generelt bestilles mange nye fartøy (s. 343). Resultatet av dette er som tidligere nevnt, at markedet til slutt overkontraheres av skip og et høyere tilbud enn hva markedet etterspør. Konsekvensene av slike tilfeller er at konkurransen øker, med motsatt effekt for pris. Lavere priser svekker hvilken verdiskapning bransjen evner å skape. Under PESTEL-analysen påpekte vi dette som faktorer for at ratene synker, noe som påvirker bransjen i stor grad, da kostnadene fremdeles er høye.

*Trussel fra intern rivalisering vurderes som høy.*

### **5.3 Intern strategisk analyse**

#### **5.3.1 VRIN**

Under delkapittel 3.1.2 ble det ressursbaserte synet presentert, denne skal videre benyttes i analysen gjennom Barney's (1991) VRIN modell. Analysen vil fokusere på ressurser Flex LNG innehar, samt om disse kan sies å gi et konkurransemessig fortrinn.

#### ***Flåte kvalitet***

Gjennomgående i den strategiske analysen fremgår det at virksomhetens flåte er svært moderne. I denne delen av analysen vil vi gå nærmere inn på hvordan dette er et fortrinn. Under «teknologiske forhold» i delkapittel 5.2.1, er det allerede gjort rede for hvilke fortrinn flåten gir i forhold til kostnader og ivaretagelse av last. At båtene også er relativt nye vil si at de har mange år igjen til å generere kontantstrømmer, eldre fartøy vil derfor tilskrives mindre verdi da de over tid vil utgå fra markedet. Jo eldre fartøyene er, jo høyere risiko er det også for at de opplever nedetid og krever mer vedlikehold (Kaldestad & Møller, 2017, s. 344). Avslutningsvis vil det også vektlegges at nyere generasjoner av LNG-fartøy også tilskrives høyere rater, enn hva forgjengerne gjør (Pareto Securities AS, 2019). Analysen peker derfor på at flåte kvaliteten gir et konkurransemessig fortrinn. Det kan derimot argumenteres for at ressursen er imiterbar, da det alltid kan lages nye skip. Dette er i imidlertid svært tidkrevende, noe som gjør at vi anser det som ett fortrinn.

*Fortrinn.*

#### ***Nybyggingsprogram***

Rederier som evner å time og forhandle frem gode betingelser ved bestilling av nybygg, vil kunne inneha et konkurransefortrinn (Kaldestad & Møller, 2017, s. 344). I eksternanalysen fremgår det at man venter en overflod av fartøy i markedet, noe som vil legge mye press på ulike verfts kapasitet til nybygg. Ved konjunkturoppganger har historien vist at redere raskt velger å bestille nye fartøy. Pressede verft gjør derfor at man opplever lang leveringstid ved bestilling fartøy. Flex LNG's nybygg er bestilt før den store veksten i bestillinger kom. Resultatet av dette er at store deler av markedet venter på sine nybygg, mens Flex LNG's nye flåter allerede er sjøsatt. Pressede verft kan resultere i en knapphet på kompetente arbeidere, hvor konsekvensen kan bli lengre leveringstider og kostnadsoverskridelser (Kaldestad & Møller, 2017, s. 343).

Forventningen til fremtidige gasspriser har også vært høyere enn dagens nivåer, som derav har resultert i Contango. Gjennom eksternanalysen forklarte vi hvordan dette kunne resultere i at tradere ønsker å kjøpe store kvantum nå, for å selge dette til en større profitt frem i tid. Utfallet av dette er flytende lager, hvor Flex LNG's tidlige tilgang på nye flåter setter de i en god posisjon til å kunne høste av slike inntekter.

*Paritet.*

### ***Kapitalstruktur***

Hvordan virksomheten er bygd opp med hensyn til kapitalstruktur, vil kunne gi utslag når bransjen opplever dårligere markeder. Virksomhetens evne til å tåle tap, er særdeles viktig for en bransje hvor fortjenesten kan svinge i stor grad. Likviditetsanalysen under delkapittel 7.3.2, viser til at Flex LNG er bygd opp med store mengder egenkapital. I 2019 utgjorde dette 51,13% av finansieringen. Fordelen Flex LNG har, er at majoritetsaksjonærene til virksomheten er svært kapitalsterke. De har tidligere vist at de er villige til å investere store mengder med ny kapital i selskapet. Dette gjør at vi anser Flex LNG til å være godt rustet for eventuelle nedgangstider i markedet. Virksomheten kan derfor sies å inneha et fortrinn.

*Fortrinn.*

### ***Kompetanse i driftsorganisasjonen***

Driftsorganisasjonen innehar mange komplekse oppgaver, som vil kunne ha påvirkning på inntektene til virksomheten. Dette innebærer forhandling av



avtaler relatert til frakt, hvilke type kontrakt som inngås, varigheten av den, kostnader og utnyttelse av driftsmidler (Kaldestad & Møller, 2017, s. 346). Oppgavene er svært krevende, og kan gi virksomheten solide kostnader om det gjøres feil. Bransjen er som tidligere nevnt preget av en stor grad av sykliskitet, noe som gjør miksen av kontraktstyper vanskelig. Det vil også gjøre strategien for tidspunktet rundt introduksjon av nye båter i markedet vanskelig.

Under delkapittel 2.1.2 introduserte vi ledelsen for Flex LNG. Samtlige ansatte i ledelsen har bred erfaring fra shipping og gass sektoren. Bransjen er historisk sett preget av mye spekulanter. God kompetanse vil derfor sette virksomheten i bedre stand til å fatte rett beslutning ved et utfordrende marked. Det samme kan for øvrig også sies om styret i virksomheten, som innehar flere internasjonale medlemmer med bred erfaring innenfor olje og gass. Vi anser derfor at virksomheten er godt rustet for å kunne gjøre gode beslutninger for videre drift.

#### *Varig fortrinn.*

<b>Ressurser</b>	<b>V</b>	<b>R</b>	<b>I</b>	<b>N</b>	<b>Vurdering</b>
Flåte kvalitet	Ja	Ja	Nei	Nei	<b>Fortrinn.</b>
Nybyggingsprogram	Ja	Nei	Nei	Nei	<b>Paritet</b>
Kapitalstruktur	Ja	Ja	Nei	Nei	<b>Fortrinn</b>
Kompetanse	Ja	Ja	Ja	Ja	<b>Varig fortrinn</b>

*Tabell 5-1: VRIN-rammeverk for Flex LNG's ressurser*

## **5.4 Oppsummering av den strategiske analysen**

### **5.4.1 SWOT**

For å oppsummere den strategiske analysen vil funnene i dette kapitlet deles inn i styrker, svakheter, muligheter og trusler. Den interne delen av analysen vil plasseres under styrker og svakheter, mens den eksterne delen omhandler muligheter og trusler. Alle funn i matrisen vil så forklares videre under de ulike segmentene.

<u>Styrker</u>	<u>Svakheter</u>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Flåte kvalitet</li> <li>• Kapitalstruktur</li> <li>• Tilgang på nybygg</li> <li>• Ledelse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Størrelse</li> <li>• Relativt nyetablert</li> <li>• Liten grad av varige fortrinn</li> </ul>
<u>Muligheter</u>	<u>Trusler</u>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contango – flytende lager</li> <li>• Gode vekstpotensialer i markedet</li> <li>• Eskalerende uro rundt russiske rør</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Overflod i tilbud</li> <li>• Substitutter</li> <li>• Volatilitet</li> <li>• Handelskrig</li> </ul>

Figur 5-3: SWOT analyse av ekstern og interne faktorer.

### ***Styrker***

Vi vil nå oppsummere styrkene til Flex LNG, basert på funn i den strategiske analysen. Styrkene vil primært sett være forenlige med det som fremgår i den interne analysen.

Kvalitet på virksomhetens flåte er fremhevet i denne analysen som et konkurransemessig fortrinn. Selskapets evne til å hente gode rater i markedet er derfor vesentlig sterkere enn konkurrenter med svakere flåte. Kostnadene for å drifte fartøyene er også lavere, hvilket innebærer at muligheten for profitt er større. Kapitalstrukturen er også svært positiv og bidrar til at virksomheten i større grad kan tåle tap. I et så volatilt marked vil det være naturlig at det også forekommer perioder med slike tilfeller, sterk grad av egenkapital bidrar derfor til å redusere risikoen tilknyttet dette.

Selskapet har også sikret seg gode avtaler for sine nybygg, og vært vesentlig tidligere ute med å bestille disse. Dette reflekterer også over på styrken vi ser i virksomhetens ledelse.

### ***Svakheter***

I det foregående avsnittet er virksomhetens styrker presentert. Den største kritikken til styrkene vil være at flertallet ikke er å vurdere som varige fortrinn. Med andre ord er det ikke sannsynlig at alle av virksomhetens konkurransefortrinn vil vedvare. Det vil også kunne påpekes at selskapet er relativt nyetablert, hvor det gjenstår å se hvor godt den evner å bygge seg opp i markedet. Til tross for kvaliteten i selskapets flåte, er den relativt mindre, sett i sammenheng med enkelte konkurrenters flåtestørrelse.

### ***Muligheter***

I PESTEL-analysen presenterte vi flere faktorer som påvirker markedet Flex LNG operer i. Gitt de konkurransefortrinn vi har funnet hos Flex LNG, burde selskapet ha gode muligheter for å tilegne seg nye markedsandeler. Forekomsten av «Contango» vil også kunne resultere i flytende lager, en faktor som vil kunne øke etterspørselen etter fartøy i 2020. I analysen fremgår også IMO's (International Maritime Organisation) voksende krav til shipping industrien, relatert til utslipp, så vel som den økte oppmerksomheten rundt dette. Om dette skulle bli en faktor fremtidige investorer eller andre interessenter vektlegger, vil Flex LNG skille seg ut som en av markedets beste kandidater. Foruten om de mulighetene som allerede er presentert, vil også utfallet av den politiske konflikten relatert til russernes gasslinjer kunne ha en positiv innvirkning. Dersom konflikten resulterer i mindre handel fra disse linjene, vil det sannsynligvis øke etterspørselen etter LNG.

### ***Trusler***

Som det tidligere er nevnt i den strategiske analysen, er flåtestørrelsen i bransjen en mulig trussel for Flex LNG. Det har vist seg å være en trend for rederier at det bestilles nye fartøy når man opplever konjunkturoppganger, hvor resultatet ofte blir et for høyt tilbud og dårligere rater for skipene. Ved relativt høye kostnader for drift er utfallet at rederienes inntjeningssevne svekkes, og i verste fall resulterer i tap. Det vil være naturlig at også ratene for Flex LNG's skip vil kunne påvirkes av dette. Analysen avdekket også at værforhold kan spille en rolle for hvordan tilbudet blir sammenlignet med forventningene. Varmere vintre har ved tidligere anledninger gjort at forventet etterspørsel etter gass i vinterstid har vært skuffende.

Naturgass leveres i størst grad gjennom rør i dag. Nye prosjekter for utbygning av rørlinjer vil kunne påvirke etterspørselen etter LNG. Det pågår i dag et slikt prosjekt i regi av russiske GazProm, hvor rørlinjer på 1200km legges til Tyskland gjennom prosjektet «Nord Stream 2» (Ødegård, 2019). Frakt gjennom rør er i dag billigere enn den ekstra kostnaden som påløper ved å gjøre gassen flytende. Nye linjer, særlig mot Asia, vil kunne påvirke etterspørsel etter flytende naturgass. Shipping av LNG tilbyr derimot større frihet ved at gassen kan flyttes over større distanser. Under «muligheter» i denne SWOT-analysen, er det også lagt frem at politisk uro angående russernes gasslinjer kan føre til et skift i

etterspørsel. Utfallet av denne uroen kan derfor sees som enten en trussel eller en mulighet.

Handelskrigen er også en trussel for Flex LNG. Seilingsdistansen mellom USA og Kina gir vanligvis gode inntjeningspotensialer. Den økte fortollingen av Amerikansk LNG, har derimot bidratt til et brått fall i handel mellom partene. Økt eskalering av økonomiske sanksjoner vil derfor kunne gi svakere økonomiske utsikter for virksomheten.

## **6. FORSKNINGSMETODE**

Ifølge Holme & Solvang (1996) er metode en fremgangsmåte for å løse problemer og oppdage nye funn. Alle midler som tas i bruk for å nå dette målet er derfor en metode (s. 14). Dette betyr imidlertid ikke at all metode er holdbar og tåler kritisk etterprøve, for at den skal være dette må følgende krav oppfylles; a) metoden skal samsvare med virkeligheten vi undersøker, b) data må systematisk utvelges og være mest mulig nøyaktig, c) resultater må presenteres slik at de kan kontrolleres, kritiseres og etterprøves, d) resultatene må gi grunnlag for videre forskning (Holme & Solvang, 1996, s. 14-15). I dette kapitlet presenteres den forskningsmessige metoden brukt i verdivurderingen av Flex LNG.

### **6.1 Forberedelser**

Å begå en verdsettelse av et selskap og dens tilhørende aksje er en omfattende handling. Dette gjorde at vi måtte sette oss inn i store mengder faglitteratur, både i form av ny kunnskap, og oppfriskning av tidligere fag. Foruten om kjennskap til verdsettelse, er også shipping og energisektoren noe som har krevd mye innhenting av informasjon. Relevant fagmateriale er i stor grad innhentet fra databasene til Handelshøyskolen BI, samt relevant pensum. I tillegg til dette har vi benyttet oss av rapporter fra ulike interesseorganisasjoner for å få et bedre innblikk i bransjen vi undersøker.

#### **6.1.1 Fremgangsmåte**

Teoretisk tilnærming kan deles i to hovedtilnærminger, deduktiv- og induktivt system. Gjennom den deduktive fremgangsmåten tas det i bruk etablerte hypoteser, som danner grunnlaget for nye og som besvarer de spørsmål som fremsettes. Deduktiv tilnærming er derfor det systemet som lettest kan etterprøves empirisk, og således plukkes opp av andre forskere for videre forskning. Det

induktive systemet tar ikke det samme utgangspunktet i etablert teori, men heller gjennom oppdagelser ved eksperimenter og lignende. Svært mye forskning har også innslag av induktive tilnærminger (Holme & Solvang, 1996, s. 51). Det er i denne oppgaven vektlagt en deduktiv tilnærming. Det kan imidlertid påpekes at noe av det som presenteres er av induktiv art, ettersom noe av dataen som innhentes ikke er entydig og derfor må vurderes skjønnsmessig. Oppgaven i sin helhet må allikevel kunne argumenteres for å i stor grad bære preg av deduktiv tilnærming, da majoriteten av oppgaven begrunnes med etablert teori.

## **6.2 Datainnsamling**

### **6.2.2 Datagrunnlag**

I denne oppgaven gjøres det en verdivurdering av et børsnotert selskap, som vil si at selskapets aksjer er tilgjengelige i det frie marked. Innhentet informasjon vil derfor være sekundærdata, ettersom frie markeder tilsier at all informasjon om børsnoterte selskap skal være tilgjengelig for enhver potensiell investor. Primærinformasjon om selskapet vil kunne ansees som innsideinformasjon, noe som er straffbart etter Norsk- og internasjonal lovgivning om børsnoterte selskaper (Lovdata, 2007). Kurssensitiv informasjon formidles gjennom selskapets egne kanaler, i form av kvartals- og årsrapporter.

Ettersom risikoen for feilinformasjon er større fra sekundærkilder, har vi gjennom arbeidet i denne oppgaven vært opptatt av å sjekke informasjon mot flere kilder. Dette hjelper oss å underbygge informasjonen vi inkluderer i vårt arbeid. Gjennom verdsettelsen er det benyttet sekundærkilder av kvantitativ og kvalitativ art. De kvantitative kildene kjennetegnes gjennom tall, som for eksempel selskapets årsrapporter. De kvalitative kildene kjennetegnes enklest gjennom informasjon, slik som intervjuer innhentet fra ulike nyhetsartikler. Vi vil i hovedsak basere vårt datagrunnlag på kvantitative kilder.

## **6.3 Dataanalyse**

### **6.3.1 Analyseverktøy**

Det har i denne oppgaven vært brukt en rekke analyseverktøy for å bidra til besvarelsen av problemstillingen. I kapittel 5 presenteres det ulike verdsettelsesmetoder til verdivurderingen. Rammeverket for den strategiske analysen i kapittel 7 tar i bruk PESTEL-analyse, Porters femkraftsmodell, Barneys VRIN-analyse av konkurransefortrinn og avslutningsvis en SWOT-

analyse. I tillegg til dette har vi benyttet oss av Bloomberg terminalen og Wall Street Journal Markets for innhenting av historisk informasjon til konkurrent- og bransjeanalyser. Det er også i stor grad dratt nytte av Excel for selve verdsettelsen, så vel som regnskapsanalyser og utregninger av andre signifikante forholdstall.

### **6.3.2 Reliabilitet og validitet**

Gjennom arbeidet med oppgaven er det viktig å underveis vurdere hvorvidt det forekommer systematiske eller tilfeldige feil, så vel som skjevheter ved problemstillingen eller innsamlingen av data (Holme & Solvang, 1996, s. 152). Vi vil herfra vurdere oppgavens reliabilitet og validitet.

Opgavens reliabilitet bestemmes av hvordan målingene er gjort, og nøyaktigheten i den videre behandlingen av data (Holme & Solvang, 1996, s. 153). For å sikre reliabilitet i arbeidet, er det lagt vekt på å innsamle data fra pålitelige kilder. Dette for at innhentet data skal være mest mulig relevant og underbygge oppgavens troverdighet. Videre er det også lagt vekt på å sammenligne våre funn opp mot databaser og tidligere verk. At funnene er sammenlignbare er med på å bygge opp oppgavens reliabilitet. Sammenligninger er blitt gjort mot tall fra Bloomberg terminalen, data fra konkurrenter og tidligere rapporter om selskapet og dens konkurrenter.

Validiteten til oppgaven avhenger av hva som er målt, så vel som om dataen besvarer det problemstillingen ønsker å avklare (Holme & Solvang, 1996, s. 153). For å måle dette kan det være hensiktsmessig å sammenligne funnene opp mot andres verdivurderinger. Vi har i denne oppgaven derfor sammenlignet funnene våre mot markedet og anerkjente meglerhus' verdivurderinger. Teori er også blitt hentet fra fagfelleverderte journaler, så vel som relevant pensum. Ved å gjøre dette sikrer vi at resultatene våre er transparente og troverdige.

## **7. REGNSKAPSANALYSE**

En regnskapsanalyse viser den underliggende økonomiske tilstanden til ett selskap. Gjennom regnskapsanalysen kommer vi til å tilegne oss kunnskap om selskapet og deres økonomiske ståsted. Dette vil være fordelaktig under selve verdsettingen. I regnskapsanalysen vil det også komme frem hvordan Flex LNG skaper verdi, og derav hvilke budsjett- og verdidrivere som er viktigst for selskapet. Ved bruk av denne analysen og den strategiske analysen, vil vi kunne

avdekke ett grunnlag på hvordan regnskapet vil se ut i fremtiden. Vi vil kunne predikere framtidsutsiktene til Flex LNG for både kort- og mellomlangsikt.

## 7.1 US GAAP til IFRS

Under sine verdi beslutninger for balansen og regnskapet, bruker Flex LNG US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles) prinsippene for årene 2019 og 2018. De foregående årene har Flex LNG benyttet IFRS (International Financial Reporting Standards) prinsippene. Gjennom studie har vi lært hvordan å forholde oss til IFRS prinsippene. IFRS er en mer prinsippbasert måte å regnskapsføre selskapet på. Det kan argumenteres at det fanger økonomiske transaksjoner på en bedre måte, og vil slik være mer investortvennlig. US GAAP er derimot en mer lovbasert metode. En forskjell på de to prinsippene er hvordan de behandler immaterielle eiendeler. Under IFRS prinsippene vil immaterielle eiendeler kun bli balanseført, dersom de har en fremtidig verdi eller fordel for selskapet. Under US GAAP vil disse eiendelene bli innregnet og balanseført som sin virkelige verdi. Under IFRS vil LIFO (last in first out) metoden for varelager kostnaden være forbudt, mens under US GAAP er dette en akseptert metode. Ved bruk av US GAAP kan man velge mellom bruken av LIFO eller FIFO (first in first out). Ved å kun ha en metode til å verdsette varelageret, vil det kunne føre til en økt sammenlignbarhet mellom selskaper. Dette fjerner behovet for at analytikere må revaluere varelageret om til den valgte metoden under sammenligningsanalysen. Reversering av varelageret kan kun bli gjort hvis den treffer visse kriterier under IFRS, mens dette er forbudt under US GAAP (Investopedia, 2020). Selv om Flex LNG har balanseført verdiene sine i takt med US GAAP prinsippene, vil vi konvertere disse om til IFRS verdier. Dette gjør vi da IFRS verdier er mer investor-rettet. Denne type verdinotering vil åpne for mer balanseføring til virkelige verdier. Dette passer bedre til en investororientert balanse, som er lagt i grunn til vår verdsetting. Å konvertere balansen fra en US GAAP orientert balanse til en IFRS orientert balanse, er fullt mulig ved å ta hensyn til de forskjellene som ble beskrevet over.

Flex LNG har ingen immaterielle eiendeler, og det vil derfor ikke påvirke konverteringen til IFRS. I årsrapportene til Flex LNG kommer det frem at de verdsetter varelageret sitt ved bruk av FIFO metoden, som vil da gjøre at det ikke påvirker balansekonverteringen. Årsrapporten viser at det ikke er noen tegn til

reversering av varelageret. Med dette vil balansen for årene 2019-2018 bli ført på samme måte som under IFRS prinsippene.

## **7.2 Omgruppering for investororientert analyse**

Omgruppering er en viktig del for regnskapsanalysen, da den endrer regnskapet over til et mer investororientert regnskap. Dette gjør det lettere å verdsette selskapet. En omgruppering gjør at tallene man henter fra regnskapet er representativt for en verdsettelse fra et investorssynspunkt. En slik endring vil legge til rette for et bedre innsyn på fremtidig inntjening. Ettersom Flex LNG ikke har klart å produsere driftsinntekter frem til 2017, ser vi det lite hensiktsmessig å omgruppere resultatregnskapet og balansen for de foregående årene. På bakgrunn av dette vil de ikke legges vekt på under analysen. Det vil si at vi kommer kun til å omgruppere resultatregnskapet og balansen for 2017-2019.

### **7.2.1 Omgruppering i fire steg**

En omgruppering kan bli gjort gjennom fire steg. Det første er å avsette utbyttet som egenkapital. Det andre er «dirty surplus» som et resultatelement. Det tredje er normale og unormale poster. Det siste steget er å skille mellom drift og finansiering. En omgruppering endrer ingen av regnskapstallene, men heller oppstillingen av dem. (Knivsflå, 2019)

#### ***Steg 1 – Avsatt utbytte som egenkapital***

Flex LNG har kun utbetalt utbytte i 2019, da de ikke har klart å holde en stabil kontantstrøm frem til da. I 2019 betalte Flex LNG et utbytte på 0,1\$ per aksje, noe som blir ca. \$5,4 millioner. Under prinsippene lagt fram for US GAAP, blir utbytte regnskapsført som gjeld. Her registrer de utbytte når det er påløpt. Når utbytte er erklært, er det skyldig, det vil si at selskapet er ansvarlig for utbytte, og aksjonærene anerkjenner forpliktelsen. Under GAAP prinsippene er utbytte negativt i den forstand at det er en økonomisk forpliktelse til aksjonærene; det er penger som utbetales til eiere utenfor selskapet. Når man har et investororientert syn vil det være eierbasert, og utbyttet er derfor positivt. Utbyttet blir registrert som egenkapital, da eierne ikke har krav på penger fra seg selv. Flex LNG har benyttet US GAAP som en regnskapsskikk i 2019 og 2018, mens de resterende årene har de benyttet IFRS. Derfor ville det kun være nødvendig å endre



oppstillingen på resultatregnskapet for 2019 og 2018. Men ettersom de kun har utbetalt utbytte i 2019, vil dette året være det eneste året som blir påvirket.

USDm	2019	2018	2017
Egenkapital 01.01	827,00	520,00	206,71
Årsresultat	16,97	11,78	-10,41
Kapitalendring		293,71	322,17
Netto utbetalt utbytte (ink. kapitalendring)	5,79		
Egenkapital ink. Utbytte 31.12	838,17	825,49	518,47

Tabell 7-1: Egenkapital inkludert utbytte 31.12

### Steg 2 – «Dirty surplus» som et resultatelement

Dirty surplus er å rapportere inntekter og kostnader som en del av egenkapitalen, og ikke som en del av resultatregnskapet. Eventuelt kan man la være å rapportere inntekter og kostnader i det hele tatt, noe som er kjent som hidden dirty surplus.

Dirty surplus går imot kongruensprinsippet, som oppgir at alle inntekter og kostnader skal resultatføres i årsregnskapet.

Egenkapitalen endres gjennom overføring fra årsresultatet og gjennom kapitalendring, som er netto betalt utbytte (Knivsflå, 2019).

USDm	2019	2018	2017
Egenkapital 01.01	827,00	520,00	206,71
Årsresultat	16,97	11,78	-10,41
Kapitalendring		293,71	322,17
Netto utbetalt utbytte (ink. kapitalendring)	5,79		
Egenkapital ink. Utbytte 31.12	838,17	825,49	518,47
Dirty surplus	6,49	-1,51	1,53

Tabell 7-2: Dirty Surplus

### Steg 3 – Normale og unormale poster

Normale poster kan defineres som poster man kan forvente å komme igjen i fremtidige perioder, og vil på denne måten være fundamental i en verdsettelse.

Unormale poster er poster som ikke kan forventes i fremtidige perioder, og vil da være engangsposter, eller fågangsposter. Disse unormale postene dukker opp en eller et fåtall ganger og vil ikke være representativt for verdsettelsen (Knivsflå, 2019).

Etter å ha gått gjennom regnskapet til Flex LNG, har vi funnet noen poster som kan bli beskrevet som unormale poster. I 2019 hadde Flex LNG opp til flere unormale poster. En av disse var en finanskostnad på \$1,6 millioner, på bakgrunn av fem rente-byttetransaksjoner som vekslet mellom fast og flytende rente. Dette ble gjort for å dempe eksponeringen til fluktuerende renter, noe som resulterte i ett

tap. En annen unormal post var et valutatap på \$113 tusen. Den tredje posten er rentekostnader på \$33,9 millioner. Disse kostnadene kommer fra opptak av lån på \$250 millioner, samt renter knyttet til refinansieringen av to båter. I 2018 er det en unormal post for rentekostnader knyttet til opptak av lån og leasing av båt på \$17,9 millioner. I 2018 var det også en unormal post ved ett valutatap på \$500 tusen. I 2017 var det derimot en unormal inntekt på \$ 2,3 millioner, basert på valutaarbitrasje.

Ved å dra frem unormale verdier og omklassifiser disse til et unormalt resultat, må man ta hensyn til den skattekorrigeringen dette pådrar seg. Den effektive skattesatsen i regnskapet vil ikke bli representativ, da man trekker ut eller legger til forskjellige unormale verdier i regnskapet. Her det viktig å ta hensyn til hvordan man klassifiserer de unormale postene. De kan finans relatert og beskattes etter 25%. De kan også være driftsrelatert, og i den forbindelse må man finne driftsskattesatsen som gjenspeiler kun den skatten som selskapet skatter på driften. Denne blir funnet ved:

$$dss = \frac{(SK - 0,25 * (NFI - UFR))}{DR + UDR}$$

Hvor  $SK$  = Skattesats

$NFI$  = Netto finansinntekter

$UFR$  = Unormal finansresultat

$DR$  = Driftsresultat

$UDR$  = Unormalt driftsresultat

Den rapporterte skattesatsen til Flex LNG er 0%, mens driftsskattesatsen varierer fra år til år. På bakgrunn av dette må man finne skattesatsen som er representativ for fremtiden. Man kan da finne gjennomsnittet av de driftsskattesatsene man har regnet seg fram til. Dette vil være den normaliserte driftsskattesatsen for selskapet.

Skattesatser			
<b>dss</b>	0,368	0,343	0,049
<b>- ndss</b>	0,253	0,253	0,253
<b>= unormalt dss</b>	0,115	0,090	-0,204

Tabell 7-3: Unormal driftsskattesats

Ved bruk av de unormale postene vil vi videre finne den unormale skattekostnaden som selskapet pådrar seg. Denne kostnaden vil da være en del av de unormale resultatene.

<b>Unormale finansposter (USDm)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
Unormale finansinntekter	0,00	0,00	2,30
- Unormale finanskostnader	-35,61	-18,30	0,00
<b>= Unormalt finansresultat</b>	<b>-35,61</b>	<b>-18,30</b>	<b>2,30</b>
- Unormal skattekostnad (28%)	-9,97	-5,12	0,64
+ Finansiell dirty surplus	0,00	0,00	0,00
<b>= Unormalt netto finansresultat</b>	<b>-25,64</b>	<b>-13,18</b>	<b>1,66</b>

Tabell 7-4: Unormalt netto finansresultat i perioden 2019-2017

<b>Unormale driftsposter (USDm)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
Unormale driftsinntekter	0	0	0
- Unormale driftskostnader	-2,90	0	-0,002
<b>= Unormalt driftsresultat</b>	<b>-2,90</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,002</b>
- Unormal skattekostnad (dss)	-1,07	0,00	0,00
+ Driftsrelatert dirty surplus	6,49	-1,51	1,53
- Unormal skatt på normalt dr (dss-ndss)	6,31	2,60	2,58
<b>= Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>-1,65</b>	<b>-4,11</b>	<b>-1,05</b>

Tabell 7-5: Unormalt netto driftsresultat i perioden 2019-2017

I tabellene over kommer det frem at all Dirty Surplusen er en del av det unormale netto driftsresultatet. Dette er forventet da Dirty Surplus som regel er drifts relatert.

Etter å ha beregnet de unormale resultatene kan vi finne netto resultat til egenkapitalen.

<b>USDm</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
Årsresultat	16,97	11,78	-10,41
- Dirty surplus	6,49	-1,51	1,53
<b>= Fullstendig netto resultat til egenkapital</b>	<b>10,47</b>	<b>13,29</b>	<b>-11,94</b>
- Unormalt netto driftsresultat	-1,65	-4,11	-1,05
- Unormalt netto finansresultat	-25,64	-13,18	1,66
<b>= Netto resultat til egenkapital</b>	<b>37,77</b>	<b>30,57</b>	<b>-12,55</b>

Tabell 7-6: netto resultat til egenkapitalen i perioden 2019-2017

Uten de unormale resultatene ville netto resultat til egenkapitalen være som beregnet i tabellen over. Ved at det unormale netto driftsresultatet er negativt, vil det være en kostnad som vil påvirke resultatet til egenkapitalen negativt. Ved at det er et unormalt resultat kan man si at det sjeldent eller aldri vil skje igjen, og man kan legge til denne kostnaden. Samme prinsippet kan legges til grunn ved

finansresultatet. Når disse unormale resultatene er positive må man trekke de ifra. Virkningen av dette er at vi kan se hva netto resultatet til egenkapitalen er ved normaltilstand. Det å utelukke unormale poster er essensielt i en verdsetting, da disse postene ikke representerer selskapets normale drift, og gir et feilaktig inntrykk på verdsettingen.

#### ***Steg 4 – Skille mellom drift og finansiering***

Ved en verdsetting er det viktig å finne ut hvor mye av driften som skaper verdi for selskapet, og hvor mye finansieringen koster. Dette blir gjort gjennom å omgruppere resultatregnskapet på en sãnn måte at den viser driften kontra finansiering. Balansen må også omgrupperes på den måten at den viser fokus på driftskapital overfor likviditeten, som den originalt fokuserer på. De neste kapitlene vil fokusere på dette (Knivsflå, 2019).

### **7.2.2 Omgruppering av resultatregnskapet**

Nedenfor blir det omgrupperte resultatregnskapet for årene 2017-2019 presentert. De ekstraordinære postene blir også inkludert i denne omgrupperingen. Disse postene ble funnet i de tidligere stegene beskrevet over.

<b>Omgruppert Resultatregnskap</b>			
<b>År</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
<b>Inntekter</b>			
Driftsinntekter	119 967 000	77 209 000	27 329 000
<b>Driftskostnader</b>			
Seilasutgifter	-6 284 000	-5 177 000	-6 658 000
Fartøyets driftskostnader	-22 423 000	-20 984 000	-29 874 000
Administrative kostnader	-7 506 000	-4 639 000	-3 409 000
Avskrivninger	-28 747 000	-17 412 000	-2 000
<b>Driftsresultat</b>	<b>55 007 000</b>	<b>28 997 000</b>	<b>-12 614 000</b>
Finansinntekter	1 073 000	607 000	123 000
<b>Resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>56 080 000</b>	<b>29 604 000</b>	<b>-12 491 000</b>
Finanskostnader	-18 310 000	960 000	-60 000
<b>Netto resultat til egenkapitalen</b>	<b>37 770 000</b>	<b>30 564 000</b>	<b>-12 551 000</b>
Unormalt finansresultat	-25 641 360	-13 176 000	1 656 000
Unormalt driftsresultat	-1 651 216	-4 105 820	-1 046 765
<b>Fullstendig netto resultat til EK</b>	<b>10 477 424</b>	<b>13 282 180</b>	<b>-11 941 765</b>
Betalt utbytte	-5 400 000		
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>5 077 424</b>	<b>13 282 180</b>	<b>-11 941 765</b>

*Tabell 7-7: Omgruppert årsresultat i perioden 2019-2017*

### 7.2.3 Omgruppering av balansen

Balansen har to forskjellige måter å føre regnskapet på. Disse to fremgangsmåtene vil gi forskjellige verdier. Derav vil oppsettet bestemmes av hvilken metode man velger. Den ene metoden er sysselsatt kapital, mens den andre har ett driftsrelatert fokus. Disse vil ble presentert under.

#### *Sysselsatt kapital*

Sysselsatt kapital er en metode som tar for seg summen av kapitalen fra både eiere og lånegivere (Knivsflå, 2019). Det kan beregnes som følgende:

$$ssk = egenkapital + minoritetsinteresser + finansiell gjeld$$

Finansiell gjeld i formelen er delt i to; finansiell gjeld og driftsrelatert gjeld. Finansiell gjeld er rentebærende gjeld, mens driftsrelatert gjeld er ikke rentebærende og knyttet til selve driften av selskapet. Dette kan være gjeld i form av leverandørgjeld, pensjonskrav, utsatt skatt og lignende. Den omgrupperte balansen etter sysselsatt kapital metoden blir presentert under.

Sysselsatt kapital	2019	2018	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 147,25	812,48	667,00
Driftsrelatert arbeidskapital	-8,36	-6,77	8,00
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>1 138,90</b>	<b>805,71</b>	<b>675,00</b>
Finansielle eiendeler	479,21	476,57	10,00
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>1 618,10</b>	<b>1 282,28</b>	<b>685,00</b>

Egenkapital, majoritet	839,27	827,31	520,00
Minoritetsinteresser	0	0	0
Finansiell gjeld	778,85	454,97	165,00
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>1 618,11</b>	<b>1 282,28</b>	<b>685,00</b>

Tabell 7-8: Omgruppert sysselsatt kapital balanse i perioden 2019-2017

#### *Netto driftskapital*

Netto driftskapital er kapital som er investert i driften av selskapet. Med dette er investert kapital i finansiell gjeld fratrukket (Knivsflå, 2019). Netto driftskapital kan beregnes som følger:

$$ndk = egenkapital + minoritetsinteresser + netto finansiell gjeld$$

Tabell 6-9 viser balansen omgruppert etter netto driftskapital metoden.

Netto driftskapital	2019	2018	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 147,25	812,48	667,00
Driftsrelatert arbeidskapital	-8,36	-6,77	8,00
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>1 138,90</b>	<b>805,71</b>	<b>675,00</b>
Egenkapital, majoritet	839,27	827,31	520,00
Minoritetsinteresser	0	0	0
Langsiktig netto finansiell gjeld	394,17	10,12	
Kortsiktig netto finansiell gjeld	-94,53	-31,73	
Netto Finansiell gjeld	299,63	-21,61	155,00
<b>Netto driftskapital</b>	<b>1 138,90</b>	<b>805,70</b>	<b>675,00</b>

Tabell 7-9: Omgruppert netto driftskapital balanse i perioden 2019-2017

### 7.2.4 Oppsummering av omgrupperingen

Ved bruk av den tilgjengelige informasjonen som ligger ute, har vi gjennomført en omgruppering av både balansen og resultatregnskapet til Flex LNG. Denne omgrupperingen danner grunnlaget for den investororienterte verdsettelsen vi kommer til å ta for oss seinere i oppgaven. En omgruppering endrer ikke på tallene, men kun oppsettet av dem. Dette oppsettet gjør at vi kan få ett bedre innblikk i de underliggende økonomiske forholdene til Flex LNG.

### 7.3 Analyse av nøkkeltall

En analyse av nøkkeltallene til Flex LNG vil gjøre at vi får ett bedre innblikk i deres lønnsomhet, likviditet og soliditet. Analysen vil ta for seg Flex LNG sine tall, men også ett bransjegjennomsnitt. Dette er gjort for få ett innblikk og et sammenligningsgrunnlag for de forskjellige størrelsene vi kommer frem til. Ved bruk av deres historiske tall vil vi kunne predikere hvordan de kan se ut i fremtiden, gjennom å finne en trend i de historiske tallene (Petersen et al, 2017, s.101). Gjennom hele analysen vil vi sammenligne talldataene hos Flex LNG, med et gjennomsnitt for bransjen. Dette gjennomsnittet er utregnet på bakgrunn av forholdstall fra følgende konkurrenter: GasLog Ltd, Naturgy Energy, Golar LNG, Hoegh LNG, Avance Gas, Exmar NV og Teekay LNG. Vi har i enkelte tilfeller fjernet tall fra de aktørene som har avviket for mye fra det samlede gjennomsnittet. Dette er gjort i den hensikt å gi et mer representativt sammenligningsgrunnlag.

### 7.3.1 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalysen viser hvor godt selskapet klarer å skape meravkastning for eierne sine. En god lønnsomhet vil ofte symbolisere at selskapet er i en god økonomisk posisjon. Lønnsomhetsanalysen av historiske tall vil gi et bilde på hva som er verdidriverne i selskapet (Petersen et al, 2017, s139). I denne analysen har vi valgt å se på avkastning på egenkapitalen (ROE), avkastningen på totalkapitalen og EBIT-margin. Vi har valgt å utelate avkastningen på investert kapital (ROIC), da dette er et nøkkeltall som ikke viser reelle tall i bransjen Flex LNG befinner seg i. Vanligvis er ROIC en ett godt mål på lønnsomhet for selskaper, men i shipping bransjen vil det avhenge sterkt på når skipet ble kjøpt; om det ble kjøpt på topp eller bunn. Her kan to skip ha samme rate og kostnadsnivå, men vil oppnå to forskjellige ROIC størrelser. Det viser seg også at avkastning som varierer fra normalnivå ofte er langvarige (Kaldestad & Møller, 2017, s. 347).

#### ROE

Egenkapitalens rentabilitet, eller avkastningen på egenkapitalen, viser den avkastningen eierne får på det de har innskutt i selskapet. Under ROE ser man bort fra lånefinansierte midler. Den burde derfor være høyere enn renten i banken, hvis ikke er det mer lønnsomt å ha investert pengene der. Formelen for egenkapitalens rentabilitet er:

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

Flex LNG sin ROE er for årene 2019 til 2017 henholdsvis 2,04%, 1,75% og -2,86%. For å sammenligne dette med bransje gjennomsnittet lå prosentavkastningen på 5,89%, 3,35% og 0,31%. Vi kan se at 2017 ikke var et bra år, med tanke på avkastning til eierne for bransjen, samt eierne til Flex LNG. De neste årene, 2018 og 2019, var to gode år for bransjen. Flex LNG derimot, opplevde ikke like god avkastning, selv om den var positiv. For å se om eierne burde ha investert kapitalen sine andre steder ser vi på lånerenten som Flex LNG bruker ved sine lån, LIBOR 1-year rate. Denne raten er for årene 2017-2019

henholdsvis 1,79%, 2,58% og 2,37%. Vi kan se at denne raten er høyere enn Flex LNG sin ROE, noe som tilsier at det hadde vært bedre for eierne og investert andre steder, eller sette penger i banken.

### **TKR**

TKR er totalkapitalens rentabilitet og illustrerer lønnsomheten til selskapet. Denne representerer resultatet som en prosent av gjennomsnittlig totalkapital. Det er som ved ROE naturlig å sammenligne denne størrelsen med andre investeringer og lånerenten. Formelen for totalkapitalens rentabilitet er:

$$TKR = \frac{(Driftsresultat + renteinntekter) \times 100}{Gjennomsnittlig totalkapital}$$

Denne størrelsen er naturlig mindre enn ROE, da det er mer risiko knyttet til eierens innskudd, enn ved TKR og lånegiverne. Ved større risiko kommer høyere avkastning. Flex LNG sin TKR for årene 2017-2019 er -2,29%, 1,25%, og 1,23%. Disse størrelsene kan sammenlignes med bransjegjennomsnittet, for å få en forståelse på hvordan Flex LNG er i forhold til bransjen. Bransje gjennomsnittet i årene 2017-2019 er 4,26%, 2,41% og 4,99%. Flex LNG har ikke like god avkastning på totalkapitalen som resten av bransjen. Vi kan også se at disse størrelsene er lavere enn ROE ovenfor.

### **EBITDA-Margin**

Denne størrelsen viser selskapets driftsresultat som en prosent av driftsinntekter. EBITDA står for earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Den lar deg sammenligne selskapets faktiske opptreden i forhold til resten av bransjen. EBITDA-Margin kan bli funnet ved:

$$EBITDA - Margin = \frac{Driftsresultat \times 100}{Driftsinntekter}$$

Flex LNG sin EBITDA-Margin for årene 2017-2019 var -46,16%, 37,56% og 45,85%. Ut ifra dette kan vi se at Flex LNG har opparbeidet seg en god driftsmargin, og klarer å drifte operasjonene sine effektivt. Dette gjelder ikke i 2017 hvor de har en negativ margin, men dette skyldes lave inntekter.



Driftskostnadene er på relativt samme nivå som de neste årene. Bransjen har en EBITDA-Margin på 19,33%, 42,93% og 27,62% i henholdsvis 2017, 2018 og 2019. I 2019 har Flex LNG en betydelig mye høyere margin enn bransje gjennomsnittet, noe som tilsier at Flex LNG drifter operasjonene sine mer kostnadseffektivt. Fra 2017 til 2019 har Flex LNG hatt en kraftig økning.

Flex LNG får en god driftsmargin, men problemene ligger etter denne har blitt regnet ut. Etter man trekker ifra kostnader, som rentekostnader og avdrag på gjeldskostnadene, fra inntektene får man et mer riktig syn. Disse kostnadene fører til at Flex LNG ikke når opp til bransjegjennomsnittet på både TKR og ROE.

### **7.3.2 Likviditets- og soliditetsanalyse**

For å vurdere et selskaps verdiskapningsevne, er det vell så viktig å vurdere dens likviditet. Likvide selskaper vil ha muligheter for å generere overskudd, som dermed kan reinvesteres i lønnsomme prosjekter. Dette kommer av virksomhetens evne til å produsere positive kontantstrømmer (Petersen, 2017, s. 212). Analysen vi nå skal gjøre vil kunne avdekke virksomhetens betalingsevne, på kort- og langsiktig plan.

#### **Rammeverk for analyse av risiko**

Analysen som fremgår nedenfor vil først ta for seg den kortsiktige likviditetsrisikoen til virksomheten. For å kunne vurdere denne vil vi ta i bruk likviditetsgrad 1, og virksomhetens rentedekningsgrad. Deretter presenterer vi en soliditetsanalyse, hvor fokuset er den langsiktige risikoen og evnen til å tåle tap. Til denne benytter vi oss av egenkapitalandel og gjeldsgrad. Avslutningsvis introduserer vi konkurrisiko gjennom Standard & Poors ratingklasser.

##### **7.3.2.1 Kortsiktig Likviditetsrisiko**

En virksomhets kortsiktige likviditetsrisiko viser dens evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Ved analyse av kortsiktig likviditetsrisiko vil det være normalt å benytte seg av måleverktøyene likviditetsgrad 1 og 2. Vi vil imidlertid kun benytte oss av likviditetsgrad 1, da selskapets omløpsmidler kan sies å være svært likvide, ved at de i størst grad består av kontanter (omtrent 90%). Likviditetsgrad 2 vil derfor ikke gi nevneverdige forskjeller for analysen. Det vil videre bli gjort en analyse av rentedekningsgraden, altså i hvilken grad virksomheten generer nok resultat til å møte sine renteforpliktelser.

### **Likviditetsgrad 1**

Forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld defineres som likviditetsgrad 1. For likviditetsgrad 1 er det tradisjonelt sagt at forholdstall på 2 eller mer, er et godt signal for likviditeten (Visma, 2020A). Dette må allikevel sees i sammenheng av bransjen den opererer i, da det er naturlig at dette varierer mellom ulike næringer.

<b>Likviditetsgrad 1</b>	2017	2018	2019
Flex LNG	3,99	1,70	2,49
Bransje	1,51	0,93	1,01

Tabell 7-10: Likviditetsgrad 1 for Flex LNG og bransjen for årene 2017-2019

For shippingselskaper er omløpsmidlene i størst grad gjort opp av kontanter, ettersom bransjen som oftest ikke innehar noe særlig med varelager. For aktører i denne bransjen vil det derfor være normalt at verdien av likviditetsgrad 1 ligger under 2, uten at dette impliserer dårlig likviditet. For Flex LNG er det verdt å merke seg at denne ligger godt over gjennomsnittet for bransjen, noe som kommer av at selskapet i perioden har hatt mye kontanter på bok. Flex LNG kan derfor sies å være godt rustet for å håndtere sine kortsiktige gjeldsforpliktelser.

### **Rentedekningsgrad**

Rentedekningsgrad kan betegnes som forholdet mellom driftsresultatet og finanskostnader. Denne viser i hvilken grad virksomheten er i stand til å møte sine finansielle forpliktelser (Visma, 2020E). Forholdstallet burde derfor være høyere enn 1, dersom virksomheten skal klare å betjene forpliktelsen uten bruk av gjeld eller egenkapital. Rentedekningsgraden tar derimot kun hensyn til finanskostnader, og ikke avdrag. Den sier dermed ikke noe om en er i stand til å betjene avdragene.

<b>Rentedekningsgrad</b>	2017	2018	2019
Flex LNG	-52,00	1,63	1,62
Bransje	1,34	1,72	1,76

Tabell 7-11: Rentedekningsgrad for Flex LNG og bransjen for årene 2017-2019

I 2017 hadde Flex LNG et negativt resultat før skatt, derav fremgår den svært avvikende verdien. Under dette driftsåret har derfor virksomheten måtte møte sine renteforpliktelser gjennom egenkapital. For de to neste årene er verdien langt

bedre, men fremdeles lavere enn hva gjennomsnittet for konkurrentene er. Dette tyder på at virksomheten har mindre andeler av resultatet igjen etter finanskostnader, enn hva konkurrentene har.

### 6.3.2.2 Langsiktig Likviditetsrisiko – Soliditetsanalyse

En virksomhets langsiktige likviditetsrisiko er ofte referert til som soliditet, med dette menes virksomhetens evne til å tåle tap over lengre tid (Visma 2020D). For å kunne gi et anslag om dette, vil vi ta i bruk egenkapitalandelen til virksomheten. Videre vil også gjeldsgraden til Flex LNG tas i bruk for analysen.

#### *Egenkapitalandel*

Selskapets egenkapitalandel vises i forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen. Denne viser altså hvor stor del av selskapets totalkapital som kommer fra egenkapital. Jo høyere egenkapitalandel, desto mer egenkapital er knyttet opp i selskapets eiendeler. Dette kan derfor sees som en indikator på langsiktig stabilitet (Visma, 2020B).

<b>Egenkapitalandel</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Flex LNG	75,98 %	63,92 %	51,13 %
Bransje	40,73 %	39,20 %	37,41 %

Tabell 7-12: Egenkapitalandel for Flex LNG og bransjen for årene 2017-2019.

Fra selskapets balanse finner vi at eiendelene i stor grad er finansiert gjennom egenkapital. Egenkapitalandelen er også relativt høyere enn gjennomsnittet for konkurrentene, til tross for at den har avtatt i størrelse over årene. Nedgangen i egenkapitalandelen må sees i lys av virksomhetens negative resultat i 2017, samt økningen i gjeld. Egenkapitalandelen tyder på en god kapitalstruktur for Flex LNG. Langsiktige forpliktelser og et relativt volatilt marked, gjør at vi anser at det fremdeles vil foreligge noe risiko på lang sikt.

#### *Gjeldsgrad*

I gjeldsgraden blir finansieringen av eiendeler gjennom gjeld, sett i forhold til egenkapitalen. Denne fremkommer derav som total gjeld over egenkapital (Visma, 2020C). Ved høyere bruk av gjeld for å finansiere eiendeler, vil også risikoen øke.

<b>Gjeldsgrad</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Flex LNG	0,32	0,56	0,96
Bransje	1,61	1,75	2,08

Tabell 7-13: Gjeldsgrad for Flex LNG og bransjen for årene 2017-2019

Flex LNG er vesentlig mindre belastet av gjeld, enn hva bransjens gjennomsnitt viser. Bransjen er i perioden finansiert gjennom en gjeld som nærmer seg det dobbelte av egenkapitalens verdi. Flex LNG viser en økende trend av gjeldsfinansiering, som kan knyttes til investeringer i nye skip.

### **Syntetisk rating**

Avslutningsvis i denne analysen, skal vi presentere konkurrisiko og kredittrisiko. Denne vurderes i henhold til Standard & Poor's (S&P) ratingklasser, som vektlegger ulike faktorer for å vurdere hvor høy risiko som er knyttet til et gitt selskap. Faktorene som vektlegges er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, netto driftsrentabilitet og egenkapital andelen (Knivsfå, 2013). Til forskjell fra Damadorans syntetiske rating, basert på rentedekningsgrad, har vi valgt å inkludere flere faktorer ut ifra ratingklasser hos S&P. Dette er skjønsmessige vurderinger gjort av S&P, og må derfor ikke vurderes entydig (S&P, 2019).

Ratingklasser	LG1	RDG	EK-andel	NDR	Konkurs-sannsynlighet	Kredittrisiko-faktor
AAA	11,60	16,9	0,94	0,350	0,0001	0,10
AA	6,20	6,30	0,85	0,266	0,0012	0,15
A	3,00	3,35	0,66	0,166	0,0024	0,25
BBB	1,70	2,16	0,44	0,096	0,0037	0,40
BB	1,20	1,22	0,32	0,068	0,0136	0,60
B	0,90	0,90	0,22	0,040	0,0608	1,00
CCC	0,60	0,07	0,13	0,012	0,3085	3,00
CC	0,50	-0,76	0,08	-0,016	0,5418	9,00
C	0,40	-1,58	-0,02	-0,044	0,7752	27,00
D	0,30	-2,41	-0,18	-0,072	0,9999	∞

Tabell 7-14: Ratingklasser for nøkkeltall, Standardandpoor.com

For å gjennomføre ratingen trenger vi imidlertid å beregne Flex LNG og bransjens netto driftsrentabilitet. Denne er forklart og beregnet i avsnittet under.

### **Netto driftsrentabilitet**

Netto driftsrentabilitet viser hvor mye avkastning man oppnår på netto driftseiendeler (Knivsfå, 2013).

Netto driftsrentabilitet	2017	2018	2019
Flex LNG	-0,0223	0,0399	0,0582
Bransje	0,0914	0,0871	0,0673

Tabell 7-15: Netto driftsrentabilitet for Flex LNG og bransjen i årene 2017-2019

Analyseperioden viser at Flex LNG har oppnådd mindre avkastning på netto driftseiendeler enn bransjen. Vi innehar nå alle forhåndstallene vi trenger for å gjennomføre S&P's syntetiske rating.

Syntetisk rating Flex LNG	2017	2018	2019
LG1	3,99	1,7	2,49
rentedekningsgrad	-52	1,63	1,62
EK prosent	75,98 %	63,92 %	51,13 %
ndr	-0,0223	0,0399	0,0582

Tabell 7-16: Tall til syntetisk rating for Flex LNG

Etter å ha plassert de ulike nøkkeltallene inn i S&P's modell, får vi følgende ratinger;

Syntetisk rating Flex LNG	2017	2018	2019	2017-2019
LG1	A	BBB	BBB	BBB
RDG	D	BB	BB	CCC
NDR	C	CCC	B	CCC
EK%	A	BBB	BBB	BBB
Samlet rating	B	BB	BB	BB

Tabell 7-17: Syntetisk rating for Flex LNG gjennom årene 2017-2019 og en samlet rating

Analyseperioden gir en samlet rating på BB, hvor tilhørende konkurserisiko og kredittrisikofaktor er henholdsvis 1,36% og 0,6. Kredittrisikofaktoren vil bli brukt i beregningen av gjeldskostnaden under kapittel 7.5.2. I Vedlegg 15 er også bransjens rating presentert. Rating for bransjen gir akkurat den samme samlede rating som for Flex LNG, men kan sies å være noe mer stabil gjennom prognose perioden.

## 7.4 Analyse av regnskapskvalitet

Ved verdsettelse av et selskap er tallene fra regnskapet det viktigste redskapet man benytter seg av. I regnskapet foreligger det stor grad av subjektive vurderinger og estimater, det foreligger derfor risiko for at tallene kan være pyntet på, til selskapets fordel. Motiver for å manipulere regnskapet kan være å oppnå høyere aksjekurs, bonuser, eller for å stabilisere resultatene, slik at en oppnår stabil vekst over tid. Et virkemiddel for å avdekke manipulerede regnskaper er «Cash Conversion». Cash Conversion ser på forholdet mellom frie kontantstrømmer og EBITDA. Ved en svak Cash Conversion er ikke de resultatmessige verdiene gjort om til kontanter. Det vil da kunne påpekes at

utgifter som burde vært i regnskapet, heller er plassert i balansen hvor de kan avskrives over lengre perioder (Kaldestad & Møller, 2017, ss. 85-87).

Cash Conversion	2017	2018	2019
EBITDA	-10 155 000	46 821 000	79 771 000
Free Cash Flow	-17 723 000	35 714 000	51 526 000
Cash Conversion	1,7452	0,7628	0,6459

Tabell 7-18: Cash conversion for Flex LNG

Regnskapsåret 2017 viser negativt resultat og kontantstrøm, som derav forklarer den avvikende verdien i perioden. De to neste regnskapsårene viser i bedre grad at selskapet konverterer sine resultatet om til kontanter. Regnskapsåret 2019 viser noe svakere Cash Conversion, grunnet en stor økning i kundefordringer.

### 7.5 Totalkapitalens Avkastningskrav

Totalkapitalens avkastningskrav er det vektete gjennomsnittet for kapitalkostnaden til selskapet. Et selskap kan velge å finansiere sin drift på forskjellige måter, og vil da oppleve forskjellig risiko på bakgrunn av valget deres. Gjennom denne risikoen vil avkastningskravet variere basert på hvilken finansieringsmetode selskapet velger. Et vektet gjennomsnitt av de forskjellige finansieringsmetodene resulterer i totalkapitalens avkastningskrav. For å finne virksomhetsverdien av selskapet kan man neddiskontere de frie kontantstrømmene, ved bruk av et avkastningskrav. Når man bruker totalkapitalens avkastningskrav lar den deg betjene de forskjellige finansieringsmetodene som en del av verdivurderingen (Kaldestad & Møller, 2017, s. 152). Formelen for totalkapitalens avkastningskrav er som følger:

$$WACC = R_e \times \frac{E}{E + D} + R_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

Hvor  $E$  = Markedsverdi av egenkapital

$D$  = Markedsverdi av gjeld

$R_e$  = Selskapets egenkapitalkostnad

$R_d$  = Selskapets gjeldskostnad

$t$  = nominell selskapsskatt

Etter at man finner egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden, gjennom henholdsvis kapitalverdimodellen og lånerenten, kan man finne totalkapitalens

avkastningskrav. Egenkapitalkostnaden bærer mer risiko, og vil alltid være høyere enn gjeldskostnaden. Miller og Modigliani hypotesen sier at finansieringsform ikke påvirker total kapitalens avkastningskrav (Olesen, 2019). Ved endring av gjeldsandelen vil både egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden bli påvirket, i den grad at total kapitalkostnaden ikke endres. Dersom egenkapitalandelen øker, vil gjeldsandelen automatisk reduseres. Dette fører til at egenkapitalkostnaden reduseres, gjennom at egenkapital betaen reduseres. Gjeldskostnaden reduseres ved at kreditorer reduserer sin tapspremie, på bakgrunn av at det er mindre sannsynlighet for at selskapet går konkurs. (Kaldestad & Møller, 2017, s. 178).

I løpet av 2019 har Flex LNG tatt opp to lån på totalt \$350 millioner for å finansiere sine nye skip Flex Constellation, Flex Courageous, og for å refinansiere skipet Flex Ranger. Flex LNG har i 2019 endret deres finansieringsform og har nå en bokført gjeld på \$802 millioner, mens egenkapitalen er bokført til \$839 millioner. Det innebærer at 48.9% av driften er finansiert med gjeld, mens 51.1% av driften er finansiert med egenkapital. Det nevnes i kvartalsrapporten at Flex LNG ikke har planer om å anskaffe seg flere skip i løpet av nær fremtid (Flex LNG, 2020).

### 7.5.1 Egenkapitalens avkastningskrav

Egenkapitalens avkastningskrav er den kostnaden en investor krever ved en investering i selskapet, basert på den fundamentale risikoen. Egenkapitalens avkastningskrav kan bli estimert ved bruk av kapitalverdimodellen. Et underliggende prinsipp i modellen er at en investor har en veldiversifisert portefølje, og dermed eliminerer bort usystematisk risiko. Det vil si at investoren kun betaler for den risikoen som ikke diversifiseres bort, altså den systematiske risikoen.

Kapitalverdimodellen er som følger:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Hvor  $R_f$  = Risikofri rente

$\beta$  = Selskapets egenkapital beta

$R_m$  = Markedets avkastningskrav

$R_m - R_f$  = Markedets risikopremie

### 7.5.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente kan defineres som den avkastningen en investor kan forvente tilbake ved investeringen uten risiko. Denne renten ligger til grunn for investeringer som et minimum. Den risikofrie renten kan bli estimert ved statsobligasjoner, fordi disse obligasjonene regnes for å være risikofrie. Spørsmålet er hvilken statsobligasjonsrente man skal ta utgangspunkt i. I praksis vil flertallet benytte den langsiktige statsobligasjonsrenten. Denne er under normale omstendigheter er både til en viss grad teoretisk korrekt, så vel som praktisk anlagt. Disse langsiktige statsobligasjonene er basert på en 10-års periode. En lang rente varierer mindre enn en kort rente, noe som resulterer i et mer stabilt avkastningskrav. Varigheten på den langsiktige renten matcher bedre lengden til kontantstrømmene, da selskapet forutsettes å ha lang levetid. Normalt vil statsobligasjoner ikke inneholde risiko, men ved den langsiktige statsobligasjonen, vil det være innbakt både likviditetspremie og risiko knyttet til inflasjon. På bakgrunn av dette vil ikke den langsiktige statsobligasjonen strengt tatt være risikofri (Kaldestad & Møller, 2017, s. 159). Det forutsettes at man bruker statsobligasjoner med samme valuta som kontantstrømmene til selskapet som blir verdsatt (Petersen et al, 2017). Dette betyr i vårt tilfelle at vi vil bruke langsiktige amerikanske 10-års statsobligasjoner som utgangspunkt i den risikofrie renten. Gjennomsnittrenten på langsiktige amerikanske 10-års statsobligasjoner ligger på 2.45%, og det er denne størrelsen som vil bli brukt under beregningene våre (Trading Economics, 2020).

### 7.5.1.2 Likviditetspremie

To forhold skal være til stede for at en likviditetspremie skal være nødvendig. Den ene er transaksjonskostnader, som er differansen mellom kjøp og salgsprisen ved transaksjonen. På Oslo børs (2020) er det en transaksjonskostnad på 1%. Det andre forholdet er når det er en risiko for at investoren bli låst inne i aksjen ved et markedsfall. Flex LNG har en omsetningshastighet på 15,31%. Dette kan bli sett i forhold til Oslo børs som ligger på 44,57% (Index Mundi, 2020). Det vil si at Oslo Børs omsetter gjennomsnittlig 3 ganger raskere enn Flex LNG. Dette betyr at aksjen er dårlig omsatt, noe som fører med seg en innlåsningsrisiko. De topp 20 aksjonærer for Flex LNG eier 67,45% av alle aksjene, noe som betyr at en tredjedel av resterende aksjer er for salg. Vi mener



den kvalifiserer for en likviditetspremie. Basert på skjønsmessige verdier gir vi den en premie på 1,00%.

### 7.5.1.3 Egenkapitalbeta

Beta er et mål på aksjens systematiske risiko. Den viser i hvilken grad aksjen varierer i forhold til markedsporteføljen. Gjennomsnitt for alle aksjer er lik 1, som betyr at aksjen svinger i takt med markedsporteføljen. Matematisk blir betaen definert som følger:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Betaen kan også hovedsakelig estimeres på tre andre måter:

1. Regresjonsanalyse basert på historiske tall fra aksjemarkedet målt mot en indeks
2. Beta estimert ved bruk av komparative selskaper
3. Beta estimert på regnskapsført inntjening

1. *Regresjonsanalyse basert på historiske tall fra aksjemarkedet målt mot en indeks*, er en mer konvensjonell tilnærming til å estimere betaen til et selskap. Denne måten tallfester betaen ved å sammenligne avkastningen til selskapet i forhold til en indeks. Stigningstallet til regresjonen viser betaverdien til det selskapet man estimerer, og måler risikoen ved aksjen. Gjennom regresjonsanalysen finner man også en tallverdi for  $R^2$ , regresjonens forklaringsvariabel. Denne forklaringsvariabelen angir hvor mye av regresjonen som forklares av variabelen som blir målt. Under en mer økonomisk tilnærming estimerer  $R^2$  hvor mye av risikoen som kan tilskrives markedet. For å finne den bedriftsspesifikke risikoen, altså den usystematiske risikoen, tar man  $1-R^2$ . Under en regresjon estimeres også et standardavvik som representerer avviket i analysen. Den viser hvor sikkert resultatet er. Det kan også bli brukt for å finne konfidensintervall for betaen (Damadoran A. , 2012, ss. 183-184).

Regresjonen kan bli utledet som følger:

$$R_j = a + bR_m$$

Hvor  $a$  = skjæringspunktet til regresjonen

$b$  = Stigningstallet til regresjonen = betaverdien gitt ved kovariansen  $(R_j, R_m)/\sigma_m^2$

2. *Estimere selskapets beta ved bruk av komparative selskaper.* Komparative selskaper kan ha forskjellige gjeldsgrader, og med det forskjellige betaverdier. Gjeldsgraden påvirker betaverdien, og ved en økende gjeldsgrad vil betaen øke i takt med den. For å korrigere for ulik gjeldsgrad må man gjennom tre trinn.

Trinn 1: identifisere egenkapitalbetaen til det komparative selskapet.

Trinn 2: Konvertere den identifiserte egenkapitalbetaen om til forretningsbeta.

Forretningsbetaen representerer den betaen selskapet hadde hatt ved 100% egenkapitalfinansiering, også kalt unlevered beta. Dette trinnet er for å justere bort effekter knyttet til forskjellige finansieringsformer. Formelen for forretningsbetaen er som følger:

$$\beta_u = \beta_E \times \frac{E}{EV}$$

Hvor  $E$  = Verdi av egenkapital

$EV$  = Enterprise value

Trinn 3: Konverter forretningsbeta om til egenkapitalbetaen for selskapet. Dette gjøres ved bruk av gjeldsgraden. Her er egenkapitalbetaen den avhengige variabelen og det er denne som er ukjent (Kaldestad & Møller, 2017, ss. 161-162).

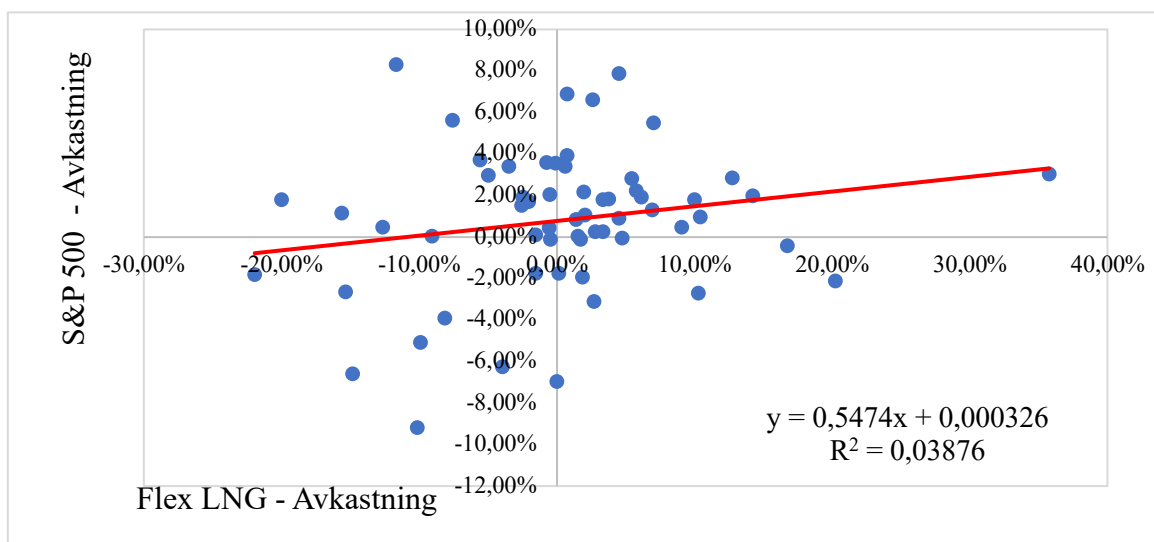
Formelen er som følger:

$$\beta_E = \beta_U \times \frac{EV}{E}$$

3. *Ved estimering av betaen basert på regnskapsført inntjeningen,* legger man vekt på selskapets bruttoresultat for å beregne den systematiske risikoen. Denne tilnærmingen bruker også en regresjonsanalyse for å estimere betaverdien. Denne regresjonsanalysen inneholder endringer i inntjening hos et selskap, opp mot endringer i inntjening for markedet i samme tidsperiode. Det er derimot noen problemer med denne tilnærmingen. Regnskapsførere tenderer å fordele utgifter og inntekter jevnt utover flere perioder, noe som gjør at endringer i inntjening blir jevnet ut i forhold til verdien på selskapet. Dette fører til at betaverdien blir nærmere 1 enn det den opprinnelig skulle ha vært. Regnskapsmessig inntjening kan også bli påvirket av andre faktorer som endringer i avskrivninger eller varelager. Regnskapsmessig inntjening har også færre

observasjoner, da det bare er målt hvert kvartal eller år (Damadoran A. , 2012, s. 205). Med bakgrunn i den informasjonen vi har innhentet, har vi besluttet å ikke bruke denne tilnærmingen.

Vi har valgt å bruke en regresjonsanalyse for å estimere egenkapitalbetaen til Flex LNG. Regresjonen bruker den månedlige avkastningen til Flex LNG, og den månedlige avkastningen til S&P 500 som en indeks over 5 år. Vi har valgt å ikke bruke OSEBX da vi mener at den er skjevt vektet mot oljerelatert industri. Her vil alle andre selskaper måles opp imot en oljeindeks, noe som gjør at betaverdien blir feil. S&P 500 inneholder de 500 største selskapene på Wall Street og blir betegnet som en verdensindeks. Ved bruk av en verdensindeks får man en globalt diversifisert investor til analysen.



Figur 7-1: Beta regresjon av Flex LNG opp mot S&P 500 indeks

Regresjonen gir Flex LNG en egenkapitalbeta på 0,5474. Dette viser at avkastningen til Flex LNG varierer ca. halvparten så mye i forhold til indeksen. Regresjonen har en forklaringskraft på 3,876%, som forklares av markedsspesifikke forhold. Den bedriftsspesifikke risikoen, usystematisk risiko, blir dermed forklart med 96,124% (100% - 3,876%) av regresjonen. Dette viser at Flex LNG blir i stor grad påvirket av bedriftsspesifikke forhold, som i motsetning til markedsspesifikke forhold, kan bli diversifiseres bort (Damadoran A. , 2012, s. 184).

Under slike analyser prøver man å finne den fremtidige betaverdien for selskapet, ved bruk av historiske avkastninger. Dette kan være vanskelig da disse kan være påvirket av engangstilfeller i markedet, som ikke er en del av ett representativt utvalg. Dette kan derfor estimere en upresis betaverdi. Flex LNG er

en illikvid aksje. Estimater for betaen vil derfor speile en lavere risiko enn hva selskapet faktisk har. På bakgrunn av dette vil vi også beregne Flex LNG betaen med bruk av komparative selskaper. Dette vil kvalitetssikre våre estimater fra regresjonsanalysen, og vise om illikviditeten, eller enkelthendelser, har hatt utslag på den estimerte betaverdien. Vi kommer til å bruke samme metode som blir vist i metode 2 ovenfor. Ved å finne bransjegjennomsnittet, minimerer vi for enkelthendelser og illikviditeter som kan oppstå.

Komparativ beta			
Selskap	Beta	Gjeldsgrad	Unlevered beta
Gaslog Ltd	1,37	2,03	0,53
Golar LNG	0,81	1,64	0,35
Naturgy Energy	0,94	1,94	0,37
Hoegh LNG	2,02	4,81	0,43
Avance Gas	1,82	1,19	0,94
Exmar	0,75	1,03	0,42
Teckay LNG	1,48	1,88	0,60
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>1,31</b>		<b>0,52</b>

Selskap	Gjeldsgrad	Egenkapitalbeta
Flex LNG	0,96	<b>0,50</b>

Tabell 7-19: Komparativ beta analyse for Flex LNG

Basert på kalkulasjonene ser man at den unlevered betaverdien er estimert til 0,52, ved bruk av komparative selskaper. Deretter bruker vi denne betaen og korrigerer for gjeldsgraden til Flex LNG, og det gir en egenkapitalbeta på 0,50. Dette kan sees i forhold til den betaen vi fant gjennom regresjonsanalysen, 0,55, og vi kan konkludere med at denne er relativt presis. Illikviditeten som vi mener Flex LNG har, har en minimal påvirkning på betaen. Vi kommer til å bruke beta verdien som ble funnet under regresjonsanalysen. Denne verdien ble estimert gjennom mer omfattende analyse, og det ligger mer tallfestet data bak dette for å finne egenkapitalbetaen til Flex LNG.

#### 7.5.1.4 Blumes Justeringsmodell

Blumes justeringsmodell er en justeringsmekanisme som har sin hensikt å drive betaen mot markedsgjennomsnittet på 1. Den bruker en justerings faktor som er enhetlig for alle bedrifter i markedet. Teorien bak modellen er at over tid vil de fleste selskapers egenkapitalbeta bevege seg mot markedsgjennomsnittet, 1 (Damadoran A. , 2012, ss. 187-188). Formelen for justeringsmodellen er gitt ved:

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

Ved bruk av denne formelen vil den justerte egenkapitalbetaen for Flex LNG være:

$$\text{Justert } \beta = 0,55(0,67) + 1(0,33) = 0,70$$

### 7.5.1.5 Markedets risikopremie

Markedets risikopremier er den meravkastningen en investor kan forvente å få i markedet, utover den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2017, s. 166). Det er med andre ord differansen mellom avkastningen i aksjemarkedet, og den risikofrie renten. Det finnes tre forskjellige metoder på å estimere denne størrelsen.

1. Historisk premie
  2. Implisitt premie
  3. Spørreundersøkelse
1. Gjennom denne metoden analyserer du historisk avkastning på markedsindeksen, med hensyn til den risikofrie renten. Den risikofrie renten blir representert gjennom statsobligasjoner, da disse er mer eller mindre risikofri. Det er ingen indikatorer som klarer å spå fremtiden presist, men historiske tall kan bli brukt til å predikere hvordan fremtiden eventuelt kan se ut. Denne typen analyse er den mest utbredte av de tre metodene, og er en generelt akseptert metode i praksis (Kaldestad & Møller, 2017, s. 166).
  2. Implisitt premie prøver å estimere hvilken risikopremie dagens aksjekurs impliserer. Metoden har grunnlag i en vekstformell, som Gordons vekstformel. Den prøver å regne, med hensyn til avkastningskravet, risikopremien som er avgjørende for dagens børsnivå. Grunnlaget er en versjon av Gordons vekstformel når du ikke har avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2017, s. 168). Formelen er gitt ved:

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Utbytte}}{(R_f + \beta \times R_p - \text{vekstfaktor})}$$

Hvor  $R_p$  = Markedets risikopremie

$R_f$  = Risikofri rente

$$\beta = \text{Beta}$$

Totalkapitalverdimodellen blir brukt for å finne markedets risikopremie. Denne måten å predikere markedets risikopremie på, er en mer fremtidsrettet måte, da totalkapitalverdimodellen blir brukt. Denne finner avkastningen i fremtiden, og den fanger opp at risikopremien varier over tid. Den klarer på en bedre måte å fange opp variasjonen i risikopremien, enn hva historiske tall klarer. Denne metoden derimot mer usikker, siden forventninger til fremtiden er volatil. Små endringer i inntjeningsestimater vil gjøre store forskjeller i den estimerte risikopremien. Den forutsetter evigvarende vekst, så dersom markedet stagnerer etter ett viss antall år, vil ikke formelen gi ett riktig estimat.

3. En undersøkelse blant investorer og akademikere, er den siste måten å estimere markedets risikopremie. Gitt at deltakerne av undersøkelsen er representativt av markedet, kan det være gunstig å se hvordan de estimerer hvordan fremtiden vil være. Fordelen med denne metoden er at den baserer seg på framtidsutsiktene til markedsaktørene, og er ikke avhengig av evigvarende vekst eller historisk tall. På den andre siden kan deltagerne være påvirket av forskjellige årsaker, som for eksempel markedssentiment. Ved enden av en markedsboble, vil diskusjonen typisk være at det vil være en nedadgående risikopremie. Det er også vanskelig å ha deltagere som kan representere markedet 100% (Kaldestad & Møller, 2017, s. 169).

Basert på disse metodene har vi valgt å bruke metode 1 til å predikere markedets risikopremie. Estimatet av markedets risikopremie vil ha utgangspunkt i S&P 500 indeksen, i tråd med hvordan vi fant egenkapitalbetaen til Flex LNG. Denne indeksen har lang historikk, og mye data vi kan bruke for en estimering. S&P 500 er en veldiversifisert indeks, som gir en mer presis estimering. Med bruk av denne indeksen kan vi også se tilbake flere år, enn hva vi kan med andre indekser. Ifølge Koller (2015) vil, bruken av tallrik data minimere standardavviket til risikopremien. Vi har dermed besluttet å bruke 91 år som grunnlag til estimeringen. Ved et lavere standardavvik vil predikeringen bli mer presist. Damadoran oppgir at landets risikopremie kan bli funnet ved:

$$\text{Markedets risikopremie} = \text{Kapitalrisikopremie for modent marked} + \text{Tilleggspremie basert på land}$$

Kapitalrisikopremien er den estimerte risikopremien for modne markeder. Med dette menes den underliggende risikopremien som ligger som basis for de ulike lands risikopremier. Modne markeder finnes normalt i land som har eksemplarisk kredittrangering, ved at de ikke har problemer med å gjøre opp for gjelden på kort eller lang sikt. Basert på disse vurderingene får landene inngitt en tilleggspremie, hvor de med dårlig kredittvurdering får høyere tilleggspremier. Moody har gitt Norge rangeringen Aaa, som tilsvarer et modent marked, og er dermed ikke gitt en tilleggspremie (Damadoran A. , 2012). Tilleggspremien representerer den ytterlige risikoen landets aksjemarked har, sammenlignet med et modent marked. Damadoran estimerer landets tilleggspremie ved å se på kredittrangeringen til det aktuelle landet, opp mot statsobligasjoner. Kapitalrisikopremien blir funnet ved å regne ut differensen mellom indeksen og statsobligasjoner. Vi velger også å bruke størrelser fra indeksen hvor inflasjon er hensyntatt.

Koller (2015) presiserer at en riktig prognose av risikopremien ligger et sted mellom geometrisk gjennomsnitt og aritmetisk gjennomsnitt. Vi har dermed bestemt å regne risikopremien ved å ta gjennomsnittet av de to størrelsene.

<b>Risikopremie: S&amp;P 500 - 10-årig T-bond</b>					
<b>Periode: 1928 - 2019</b>					
<b>Geometrisk gjennomsnitt</b>			<b>Aritmetisk gjennomsnitt</b>		
S&P 500	10-årig T-bond	Risikopremie	S&P 500	10-årig T-bond	Risikopremie
11,90 %	2,71 %	9,19 %	9,30 %	2,19 %	7,11 %
<b>Markedets risikopremie =</b>		<b>8,15 %</b>			

Tabell 7-20: Markedets risikopremie

Det fremkommer i tabellen at markedets risikopremie er 8,15%. Dette resultatet kan inneholde påvirkninger fra ulike hold, og vi kommer derfor til å sammenligne svaret med andre estimerte risikopremier. PwC tar for seg en årlig spørreundersøkelse av markedets risikopremie, hvor representativer av markedet blir brukt som kandidater. Ut ifra spørreundersøkelsen gjennomført av PwC i desember 2019, med hjelp av Norske Finansanalytikerens Forening, kommer de fram til at markedets risikopremie er 5% (PwC, 2020). Damodaran gjennomfører beregninger av markedets risikopremie for forskjellige land, hvorav Norge er

inkludert. Under beregningene til Damodaran, gir han Norge en risikopremie på 6,01%. Denne størrelsen er oppdatert i starten av april 2020, og grunnet komplikasjoner med COVID-19 anser vi denne å være høyere enn man kan forvente (Damadoran A. , Country Default Spreads and Default Risks, 2020). Vi velger derav å ta ett gjennomsnitt av de estimerte størrelsen vi har funnet, og vil bruke en risikopremie på 6,39%.

#### 7.5.1.6 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

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

<b>Beregning av Flex LNG avkastningskrav</b>	
Risikofri rente	2,45 %
Markedets risikopremie	6,39 %
Juster egenkapitalbeta	0,70
Likvidtetspremie	1,00 %
<b>Egenkapitalens avkastningskrav</b>	<b>7,91 %</b>

Tabell 7-21: Flex LNG egenkapitalens avkastningskrav

#### 7.5.2 Gjeldskostnaden

Gjeldskostnaden er lånerenten til selskapet pluss ett påslag gitt ved kredittrisikoen. Avkastningskravet til gjelden tar utgangspunkt i lånerenten, men er risikojustert. Gjeldskostnaden risikojusteres på bakgrunn av sannsynligheten til at selskapet ikke klarer å tilbakebetale lånet de har tatt opp. Den justeres også på bakgrunn av hva kreditoren sitter igjen med etter mislighold av lånet. Denne risikojusteringen er en premie som legges til lånekostnaden for å ende opp med avkastningskravet. Lånene som Flex LNG har tatt opp vil bære en lånerente tilsvarende LIBOR, London Inter-Bank Offered Rate. Lånene har også forskjellige marginer, da det er forskjellig risiko knyttet opp ved lånene. Den totale lånerammen til Flex LNG er bokført i balansen til \$778 849 000 og har en flytende rente gitt ved LIBOR pluss en fast margin i henhold til hvilket lån det gjelder. Denne renten lå på 1,96% 30 desember 2019, og det er denne renten vi vil bruke for å beregne gjeldskostnaden (Macrotrends, 2020). Gjennom den syntetiske ratingen kom vi fram til at Flex LNG har en kredittrisikofaktor på 0,6. Denne størrelsen representerer den risikoen Flex LNG har ved opptak av lån.



Denne størrelsen blir lagt til lånerenter for å finne gjeldskostnaden. Flex LNG sin gjeldskostnad blir da beregnet til 2,56% (1,96% + 0,6). Denne størrelsen vil bli brukt i beregning av total kapitalens avkastningskrav.

### 7.5.3 Beregning av total kapitalens avkastningskrav

Beregningen av total kapitalens avkastningskrav vil bli gjort ved hjelp av WACC formelen. Gjennom de foregående delkapitlene har vi funnet både egen kapitalens avkastningskrav og gjeldskostnaden til Flex LNG. Disse størrelsene vil bli vektet basert på henholdsvis egen kapital-andelen og gjelds-andelen for selskapet. Gjeldskostnaden skal også bli korrigert for skatt, men siden Flex LNG er et selskap som er registrert i Bermuda, vil selskapet være underlagt landets lover og regler. Under dagens lover og regler er ikke Flex LNG påkrevd å betale skatt på inntekt eller kapitalgevinster. Basert på dette vil total kapitalens avkastningskrav bli estimert som følger:

$$WACC = 0,0791 \times \frac{839\,265\,000}{1\,641\,282\,000} + 0,0256 \times \frac{802\,017\,000}{1\,641\,282\,000} = 0,05295$$

<b>Beregning av Flex LNG total kapitalens avkastningskrav</b>	
Egen kapitalens avkastningskrav	7,91 %
Egen kapital-andel	51,13 %
Lånerente	2,56 %
Gjelds-andel	48,87 %
<b>Total kapitalens avkastningskrav</b>	<b>5,30 %</b>

Tabell 7-22: Flex LNG total kapitalens avkastningskrav

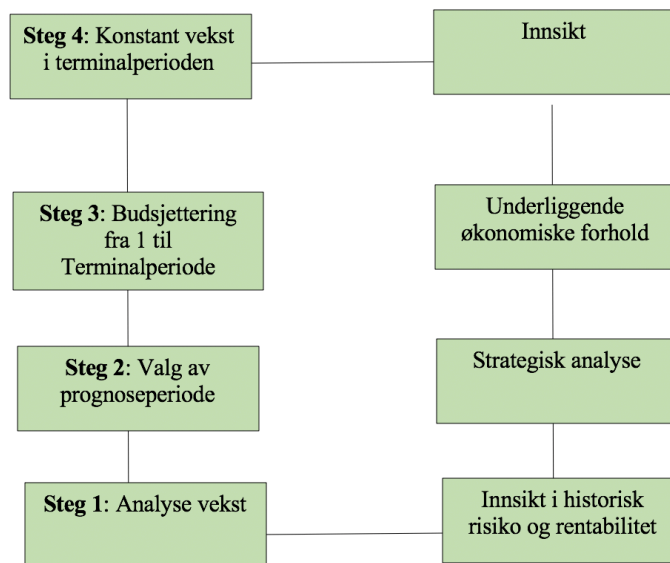
Vi estimerer at selskapets total kapitalens avkastningskrav er 5,30%, og det er denne størrelsen vi bruker ved verdivurderingen av Flex LNG.

## 8. PROGNOTISERING

Under kapittel 7 blir regnskapet analysert basert på historisk data. Under dette kapitlet vil det historiske regnskapet bli brukt til å skape en prognose av hvordan framtidssiktene vil bli. Denne prognostiseringen vil være grunnlaget til verdsettelsen av Flex LNG. Framtidssiktene vil bli basert på funnene og teorien som har blitt lagt fram i kapitlene 3-5 og 7.

## 8.1 Prognostisering metode

Framskrivningen av Flex LNG's regnskap tar utgangspunkt i modellen under.



Figur 8-1: Rammeverk for budsjettering og framskriving (Penman, 2013)

Gjennom tabellen ovenfor kan man tyde at de foregående kapitlene er grunnlaget for prognostiseringen og vil dermed ha en påvirkning på framtidsutsiktene til Flex LNG. Stegene 2, 3, og 4 vil bli presentert gjennom sine egne delkapitler.

### 8.1.1 Valg av prognoseperiode

En prognoseperiode deles inn i to deler. Den ene delen er den eksplisitte perioden, som er det antall år hvor det er mulig å forutse fremtidig inntjening og utbetalinger for å beregne en kontantstrøm. Den eksplisitte perioden varer til selskapet har nådd en stabil vekstfase og kan bli kategorisert som «steady state». Denne fasen er hvor selskapet ikke lenger oppnår meravkastning ved ekspansjon, og har en vekstrate på samme nivå som den underliggende økonomiske tilstanden. Det anbefales en prognoseperiode på 10-15 år, og dersom man velger en kortere periode kan det medføre en underestimering av selskapets verdi (Koller et al, 2015, s.249). Den andre delen av en prognoseperiode er terminalperioden, og er den perioden utover den eksplisitte perioden hvor vi kan anta en konstant vekst.

Som det kommer frem i delkapittel 2.2.1 er LNG bransjen i stadig utvikling både med tanke på markedet og teknologien. Det grønne skifte fører til at LNG blir mer etterspurt over tid, og antas derfor å ha god vekst fremover. Med

bakgrunn i Flex LNG sine framtidsutsikter, anslår vi at de vil nå «steady state» i løpet av 7 år. Deretter legger vi til en terminalperiode på 1 år. Koller (2015) anbefaler en prognosetid på 10-15 år, men volatiliteten i LNG markedet gjør at det blir svært vanskelig å forutse så langt fram i tid. Vi mener 8 år er oppnåelig.

### 8.1.2 Budsjettering fra 1 til Terminalperiode

En prognosemodell med lang budsjetteringshorisont deles opp i to deler. Den ene er på 5-7 år hvor prognosen inkluderer en budsjettering av relevante resultat og balanseposter. Den andre delen inkluderer enkelte nøkkelfaktorer som margin og omløpshastigheten på kapitalen. Vi velger derimot å basere oss på en top-down modell som tar i bruk enkelte budsjett drivere (Kaldestad & Møller, 2017, s. 116). Denne type modell kan fortsatt være en tilfredsstillende modell, i den forstand at man fokuserer mer på de viktige budsjett driverne og utelater detaljer som gir liten merverdi.

De neste delkapitlene vil informere om de utvalgte relevante budsjett driverne. Fullverdige budsjetteringene av resultat og balanse for budsjett driverne ligger i Vedlegg 22-26.

#### 8.1.2.1 Inntekter

På bakgrunn av at vi ikke har tilgang til informasjon som er nødvendig for en bottom-up-metode, vil vi basere driftsinntektene på forventet vekst for selskapet i løpet av perioden.

Budsjett driverne til driftsinntektene kan bli definert som følger, gjennom en driftsinntektsvekst:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_t}$$

Hvor  $div_t$  = Vekst i driftsinntektene i år t

$DI_t$  = Driftsinntekter i år t

$DI_{t-1}$  = Driftsinntekter i år t-1

Flex LNG har kun vært operative i 3 år, og gjennom denne analyseperioden har de hatt en gjennomsnittlig vekst i inntektene på 66,75%. Denne prosentsetningen viser ikke hele realiteten av hvordan selskapet har gjort det. Fra 2016 til 2017 vokste inntektene med 100%, da de ikke hadde noen inntekter å forholde seg til i 2016.

Gjennom de neste årene har veksten stagnert omtrent 35% for hvert år. I 2018 hadde de en vekst på 64,60%, og i 2019 hadde de en vekst på 35,64%. Den høye veksten kan forklares gjennom at LNG er en ettertraktet råvare over hele verden, og vi estimerer at det kommer til å bli mer ettertraktet over tid.

LNG kan bli kjøpt i spot-markedet eller gjennom kontrakter. Spot markedet er hvor LNG blir kjøpt ved bruk av spot prisen på LNG. I kontrakt markedet blir LNG kjøpt gjennom lange kontrakter til en avtalt pris, med eventuelle prisjusteringer. Spot markedet har vært ett vanskelig marked å etablere seg i, og konkurrentene til Flex LNG har i mange år slitt med å skape gode inntekter. Vi mener derimot at Flex LNG har mulighet til å gjøre det bra i dette markedet, basert på den mer avanserte flåten de har. Selv om spotmarkedet forverrer seg, er det viktig å fokusere på de høyeffektive skipene og deres likviditet. Dette vil gjøre at Flex LNG har mulighet til å skape inntekter i et tøft marked. På en annen side har spotmarkedet fått kjenne på at etterspørselen ikke har vært like høy som tilbudet av LNG i de foregående årene. Dette har resultert i at spot prisene har sunket, og vi estimerer at dette vil fortsette i to år fremover. Deretter vil Flex LNG ha hele flåten sin tilgjengelig med de nyeste og mest oppdaterte skipene. Disse skipene vil gi Flex LNG ett konkurransefortrinn, noe som vil resultere i høyere inntekter. Flex LNG, har til dags dato, alle skipene sine i spotmarkedet i 2022, unntatt et skip som har en langtids kontrakt i det den kommer ut av konstruksjon i Q2 2020. (Flex LNG, 2020). Vi estimerer at etter 2022 vil både LNG etterspørselen og inntektene til Flex LNG øke.

Vi har valgt et sterkt optimistisk syn med tanke på potensialet til LNG markedet, samt Flex LNG sine konkurransefortrinn. Vi estimerer at Flex LNG vil ha en lineær økning i veksten fra 2022 frem til 2026, og en uendelig vekst i terminalperioden. Flex vil nå ett toppunkt på 20,3% i 2020, som et resultat av en dobling av flåten. Vi mener at Flex vil ha ett konkurransefortrinn i flåten sin, noe som vil vare til 2026 hvor konkurrentene vil ha tatt igjen dette fortrinnet. Kapitalstrukturen, investeringsviljen til eierne, og kompetansen til lederne vil også gi en påvirkning på inntektene, men i hovedsak vil flåten stå for den økende veksten. Veksten i terminalperioden ble basert på Damadorans estimering, samt en kalkulasjon på verdens BNP vekst.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Vekst	20,3 %	12,5 %	7,3 %	7,7 %	9,6 %	11,3 %	12,8 %	2,00 %
Inntekt	144 320 301	162 360 339	174 212 643	187 627 017	205 639 211	228 876 441	258 172 626	263 336 078

Tabell 8-1: Vekst i inntekt i perioden 2020-2027

### 8.1.2.2 Kostnader

I de fleste tilfeller vil prognoser av kostnader enkelt kunne gjøres som en andel av inntektene (Koller, 2010, s. 196). Dette blir imidlertid problematisk ved budsjettering av kostnadene hos Flex LNG, ettersom kostnadene og inntektene nødvendigvis ikke oppfører seg helt likt. For Flex LNG vil inntektene avhenge av hvilke rater de får i markedet, hvor kostnadene i mindre grad er variable i forhold til dette. Dette kommer av at variable driftskostnader for slike virksomheter er relativt lave, sett i forhold til samlede driftskostnader (Kaldestad & Møller, 2017, s. 342). Ved budsjetteringen av kostnader, må det derfor sees i sammenheng med hvor mange fartøy de har på vannet og hvilke kostnader disse medfører. Flex LNG forventer fem nye skip på vannet i 2020, og to stykk i 2021. Dette vil dermed påvirke driftskostnadene og rentekostnadene fremover.

Cash break-even utgjør omtrent \$45.000 dagen for MEGI fartøy, av dette fremgår omtrent \$10-15.000 i driftskostnader. Vi anslår at årene 2020-22, vil inneholde en stor økning i kostnader på grunnlag av at virksomheten får sine nye fartøy på vannet. Flåten øker dermed med 2,5 i 2020 (en tilgjengelig etter Q1, tre tilgjengelig etter Q2, siste tilgjengelig etter Q3). Skipene blir betalt ved levering. I 2020 vil det da være kapitalutgifter på \$685 millioner, basert på de fem skipene som blir tilgjengelig det året. I 2021 vil det være kapitalutgifter på \$255 millioner, grunnet levering av de to siste båtene. For 2021 er flåten på 12,75 stykk, da båten ikke leveres før etter Q1. Fra 2022 vil derimot alle fartøy være operasjonelle, som vil gjøre at kostnadsbildet vil stabiliseres i årene etter (Pareto Securities AS, 2019). Vi anslår derimot at ved økt pågang vil kostnadene øke som et resultat av vedlikeholdskostnader, da det vil være urimelig at kostnader ikke øker ved økt belastning. Vi estimerer derav at Flex LNG vil ha kapitalutgifter, knyttet til vedlikehold og lignende på \$10 millioner i årene etter skipene blir levert. I terminalperioden har vi regnet frem en estimert kapitalutgift, basert på historiske tall, og hva vi ser for oss av investering framover. Denne kostnaden vil være \$35 millioner. Videre er også administrative- og diverse kostnader beregnet som separate kostnadsobjekter. Diverse kostnader tas som en prosentandel av inntekten, noe som stemmer godt overens med tidligere regnskapsår. Administrative kostnader kan i stor grad er knyttet ledelsen i Oslo, det er derfor gjort påslag for historisk norsk reallønnsvekst over 20 år. I tillegg til dette er det

også lagt inn en økning knyttet global prisvekst, ettersom noe av ledelsen sitter i andre land.

### 8.1.2.3 Netto driftseiendeler

Koller et al. (2015) anbefaler budsjettering av varige driftsmidler som en prosentsats av driftsinntektene. Vi mener dette ikke er hensiktsmessig med tanke på den bransjen Flex LNG befinner seg, hvor samme skip kan verdsettes forskjellig på bakgrunn av når de ble kjøpt (Kaldestad & Møller, 2017, s. 354).

Budsjettdriveren til netto driftseiendeler er omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Denne budsjettdriveren gir ett inntrykk av hvor mye driftsinntekter man tjener på hver krone investert, med andre ord, effektiviteten i kapitalbruken. Den kan bli funnet ved formelen:

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Hvor  $onde_t$  = omløpet til netto driftseiendeler i år t

$NDE_{t-1}$  = Netto driftseiendeler i år t-1

Gjennom analyseperioden hadde Flex LNG en gjennomsnittlig omløpshastighet til netto driftseiendeler på 0,1380. Dette betyr at ved hver krone investert får selskapet igjen 0,1380 kroner. I årene 2020 og 2021 vil Flex LNG doble flåten sin. Ut ifra dette vil netto driftseiendeler øke betraktelig i disse årene. Vi estimerer at inntektene ikke vil øke i samme grad som netto driftseiendelene, noe som gjør at omløpshastigheten synker. De får inn flere skip i denne perioden som vil øke netto driftseiendeler, og dermed redusere omløpshastigheten. Denne reduksjonen vil vare frem til alle skipene er tilgjengelige, og inntektene begynner å øke. Basert på tallene, vil ikke Flex LNG oppleve en vekst i omløpshastigheten til netto driftseiendeler før 2024. På bakgrunn av at man bruker fjorårets netto driftseiendeler i estimering av omløpshastigheten, vil det alltid ligge ett år bak veksten i inntekter. Det vil si at siden inntektene får en positiv svingning i 2023, vil omløpshastigheten forbedre i 2024. I «steady state» estimerer vi at omløpshastigheten til netto driftseiendeler vil gå mot det vektete gjennomsnittet på 0,1380. Det kan argumenteres at omløpshastigheten burde være høyere under «steady state» med tanke på hvordan vi estimerte at Flex LNG vil prestere i fremtiden.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
onde	0,1217	0,1073	0,0845	0,0782	0,0869	0,0992	0,1194	0,1380

Tabell 8-2: Omløpet til netto driftseiendeler i perioden 2020-2030

#### 8.1.2.4 Netto arbeidskapital

Netto arbeidskapital kan bli beregnet ved å trekke fra kortsiktig gjeld fra omløpsmidlene til selskapet. Arbeidskapital er en måte å måle likviditeten til et selskap. Ved en positiv arbeidskapital er deler av omløpsmidlene finansiert ved langsiktig gjeld, eller gjennom egenkapitalen. En negativ arbeidskapital betyr at anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld, noe som er en indikator på dårlig likviditet. Koller et al. (2015) anbefaler netto arbeidskapital delt på driftsinntekten som en budsjettdriver. Arbeidskapitalen har i analyseperioden økt betraktelig. Netto arbeidskapital/driftsinntekter har under analyseperioden variert mellom 32,3% til 71,8%. Damadoran (2012) sier at man kan forvente at arbeidskapitalen enten forblir konstant eller at den blir økende. Vi estimerer at arbeidskapitalen vil reduseres langsomt frem til Flex LNG har hele flåten sin, og deretter holdes nærmere konstant som en prosentdel av driftsinntektene.

#### 8.1.2.5 Avskrivninger

Ved prognostisering av avskrivninger kan man enten benytte seg av en prosentsats av inntekter, eller som en prosentsats av anleggsmidlene. Avhengig av hvor jevn investeringen i anleggsmidler er, vil begge metoder gi tilfredsstillende resultater. Ved ujevne investeringer vil metoden hvor avskrivninger regnes som en prosentsats av anleggsmidlene gi best resultat (Koller et al, 2010, s. 196). Avskrivninger for Flex LNG kan sies å være ujevne, ettersom forekomsten av skipsinvesteringer vil gi betraktelig høyere investeringer i perioder. Vi benytter oss derfor av en prosentsats av anleggsmidlene på 2,15% årlig, noe som stemmer godt overens med foregående resultatregnskaper. Grunnet den lange levetiden til anleggsmidlene og en sannsynlig restverdi, vil denne satsen virke noe lav.

#### 8.1.3 Konstant vekst i terminalperioden

Som beskrevet under delkapittel 8.1.1, er den eksplisitte perioden, hvor man forventer vekst helt til man når en stabil vekst for selskapet. Den stabile vekstfasen er terminalperioden. Den stabile veksten blir estimert ved å se på veksten i BNP, der selskapet operer samt korrigere for inflasjon. Siden Flex LNG

opererer internasjonalt, har vi valgt å bruke gjennomsnittlig vekst i BNP for verden, samt korrigere med bruk av gjennomsnittlige inflasjonsrenten. I utgangspunktet vil det ikke være sannsynlig at ett selskap har høyere eller lik vekst som markedet det opererer i, i uendelig tid; da vil selskapet overta hele markedet og utgjøre en usannsynlig stor del av veksten (Kaldestad & Møller, 2017, s. 122). Den gjennomsnittlige BNP veksten i verden ble beregnet til 1,8% og inflasjonen ble beregnet til 2,58%, det vil si at den konstante veksten blir vurdert til 4,38% (The World Bank, 2020). Siden selskapet ikke skal ha samme vekst som BNP i verden i uendelig tid, velger vi en lavere vekst for å gjøre den mer realistisk. Vi har derfor valgt en stabil vekst på 2%. Denne veksten blir også støttet av Damadoran som påstår at veksten i avanserte økonomier, vil ligge på rundt 2% (Damadoran A. , 2012).

## **9. VERDSETTELSE**

Ved bruk av våre estimater og vurderinger gjennom kapitlene 5 og 7-8, vil vi foreta oss en verdsettelse av Flex LNG. Vi har valgt å bruke FCFF-modellen for vår verdsettelse. Dette valget er basert på usikkerheten knyttet til fremtidige gjeldsinnbetalinger og gjeldsproblemer. Flex LNG tar opp gjeld ved nye investeringer i skip, hvor det er vanskeligere å estimere hvordan de framtidige gjeldskostnadene vil være. Vi mener at finansieringsformen til Flex LNG er usikker i framtiden, og da vil FCFF-modellen være i bedre stand til å beregne egenkapitalverdien. Som et supplement til FCFF-modellen, vil vi bruke en multippelanalyse med bruk av komparative selskaper.

### **9.1 Verdsettelse med FCFF-metoden**

Tabellen for verdsetting ved bruk av FCFF-metoden ligger under Vedlegg 27.

FCFF-metoden gir Flex LNG en egenkapitalverdi på \$697.854.748 og derav en verdi per aksje på \$12,90, og justert for valutaprisen, kr 113,24. Ut ifra tabellen kan man se at netto nåverdien (NNV) av den eksplisitte perioden er negativ. Flex LNG har investert i flere skip som blir betalt ved levering i 2020 og 2021. Dette gjør at kontantstrømmen til Flex LNG bli negativ i de to første periodene, og påvirker NNV negativt. Vi forventer ikke at Flex LNG vil ha en negativ 7-års eksplisitt periode hver gang, men basert på at de har gjort flere investeringer tidlig i perioden, blir NNV negativ. Vi har tidligere argumentert for at selskapet trenger å investere i varige driftsmidler for å fortsette vekst. Disse



varige driftsmidlene blir avskrevet over en viss periode, og blir en del av kontantstrømmen. Dette medfører at investeringene gir direkte utslag i kontantstrømanalysen, og gir ett mer riktig bilde på hva NNV blir for selskapet.

Selskapsverdien blir funnet ved å legge til kontanter og kontantekvivalenter på summen av nåverdiene av de to periodene.

Fundamentalverdien av egenkapitalen blir beregnet ved å trekke ifra rentebærende gjeld, og representerer egenkapitalen man beregner aksjeprisen fra. Aksjeprisen vi beregnet er kr 113,24, mens den reelle aksjeprisen til Flex LNG ved 01.01.2020 var kr 94,00. Dette tyder på at aksjeprisen er underpriset, i henhold til FCFF-metoden.

## 9.2 Multippel verdsettelse

Under multippel verdsettelse baserer man seg på komparative selskaper. Denne type verdsettelse gir et godt utgangspunkt for hva markedet er villig til å betale for et lignende selskap. Vi har valgt å bruke multiplene P/B, P/NAV og EV/GAV under vår verddivurdering, da disse multiplene er en bedre indikator for verdi i den bransjen Flex LNG befinner seg i (Kaldestad & Møller, 2017, s. 352). De komparative selskapene er de samme selskapene som har blitt brukt tidligere i oppgaven, for å holde en kontinuitet i verdsettingen. Selskapene har også andre forretningsområder i tillegg til LNG bransjen, noe som gjør at multiplene vil gi ett litt mer skjevt perspektiv på bransjen Flex LNG befinner seg i. Disse størrelsene ble beregnet ved bruk av de respektive årsrapportene og analyse av dem, samt gjennom Bloomberg terminalen. Dette har gitt oss ett bedre innsyn i hvordan konkurrentene til Flex LNG operer, og hvordan de gjør presterer fra et økonomisk synspunkt. Basert på dette har vi brukt bransje-medianen for P/B og P/NAV, mens vi har brukt bransjegjennomsnittet for EV/GAV, da vi mener dette gir et bedre bilde på bransjen (Kaldestad & Møller, 2017, s. 255).

	P/B	P/NAV	EV/GAV
FLNG Basisverdi	839 265 000	855 116 100	250 000 000,00
Median-multippel	0,97	1,26	3,68
Enterprise Value			920 714 286
Langsiktig rentebærende gjeld			- 778 849 000
<b>Verdi av EK</b>	<b>809 890 725</b>	<b>1 077 370 855</b>	<b>141 865 286</b>
<b>Utestående aksjer</b>	<b>54 110 584</b>	<b>54 110 584</b>	<b>54 110 584</b>
<b>Verdi per aksje (\$)</b>	<b>14,97</b>	<b>19,91</b>	<b>2,62</b>
<b>Gjennomsnittspris på aksje</b>	<b>\$12,50</b>	<b>NOK</b>	<b>109,75</b>

Tabell 9-1: Verdsettelse med bruk av multipler

Multippel verdsettelsen gir en gjennomsnittspris på kr 109,75. Sammenlignet med fundamental verdsettelsen, som fikk en pris på kr 113,24, er det en relativt god

vurdering. Det viser at de komparative selskapene som har blitt brukt, har hatt sammenlignbare forhold som Flex LNG har. Dette er fordi multiplene brukt baserer seg på eiendelene til selskapet i stedet for inntjeningen.

Aksjeprisen ble beregnet til kr 109,75, mens markedsverdien til aksjen ved 01.01.2020 var kr 94,00. Multiplere verdsettelsen indikerer derfor også at aksjen er underpriset

## **10. Risikoanalyse**

Dette kapitlet tar for seg usikkerhetene som kan oppstå i verdsettelsen. Verdsettelsen baserer seg på analytikerens egen skjønnsmessige vurdering, på bakgrunn av teori og tidligere analyser. Dette fører til usikkerheter i verddivurderingen. Gjennom dette kapitlet vil vi ta for oss forskjellige variabler som er sentrale for verdsettingen, og analysere risikoen rundt de.

### **10.1 Sensitivitetsanalyse**

En sensitivitetsanalyse blir brukt for å analysere hvordan endringene i virkemidlene påvirker verddivurderingen (Petersen et al, 2017, s. 334). Vi velger derav å ta for oss en sensitivitetsanalyse av FCFF-modellen, basert på vekst i terminalperioden og WACC.

#### **10.1.1 Vekst i terminalperioden og WACC**

I den fundamentale verdsettelsen av selskapet, utgjør den neddiskonterte terminalverdien 141% av den totale summen for hele prognoseperioden. Vi mener derfor det er sentralt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse av terminalverdien, og den uendelige veksten den er knyttet opp mot. Vi vil endre både den langsiktige veksten og totalkapitalens avkastningskrav, for å se hvordan endringen påvirker aksjeprisen til Flex LNG. Terminalleddet beregner kontantstrømmen ved uendelig tid, og er en avgjørende del av verdsettingen. En endring i terminalleddet vil føre til større ringvirkninger og endringer i egenkapitalen, og derav aksjeprisen. Veksten i terminalleddet ble argumentert for i kapittel 8, og baserer seg på våre kalkulasjoner, samt Damadorans vurdering om at verdensøkonomien vil øke med rundt 2% fremover. Denne vurderingen er på ingen måte en fastsatt vekst, og det vil være hensiktsmessig å se på hvordan aksjeprisen varierer etter hvordan den langsiktige veksten varierer.

Sensitivitetsanalyse							
		WACC					
		kr 113,24	3,30 %	4,30 %	5,30 %	6,30 %	7,30 %
Langsiktig Vekstrate	1,00 %	247,11	128,83	65,80	26,78	<b>0,34</b>	
	1,50 %	340,08	167,76	86,40	39,16	8,41	
	2,00 %	504,56	223,63	<b>113,24</b>	54,42	18,01	
	2,50 %	874,65	310,54	149,66	73,70	29,61	
	3,00 %	<b>2 478,36</b>	464,30	201,92	98,82	43,90	

Tabell 10-1: Sensitivitetsanalyse av aksjepris med bruk av langsiktig vekst og WACC

Denne sensitivitetsanalysen belyser hvilken faktor som er mest sensitiv i beregning av aksjeprisen. Ved å foreta en prosent økning i avkastningskravet til 6,30%, og holde den langsiktige veksten konstant, ser man en reduksjon i prisen til kr 54,42. Dette tilsvarer en prosentvis reduksjon på 108,1%. Ved én prosent reduksjon i avkastningskravet til 4,30%, ser man en økning i aksjeprisen til kr 223,63, som er en prosentvis økning på 97,5%. En økning i avkastningskravet utgjør en større påvirkning på aksjeprisen, enn hva reduksjonen vil gjøre.

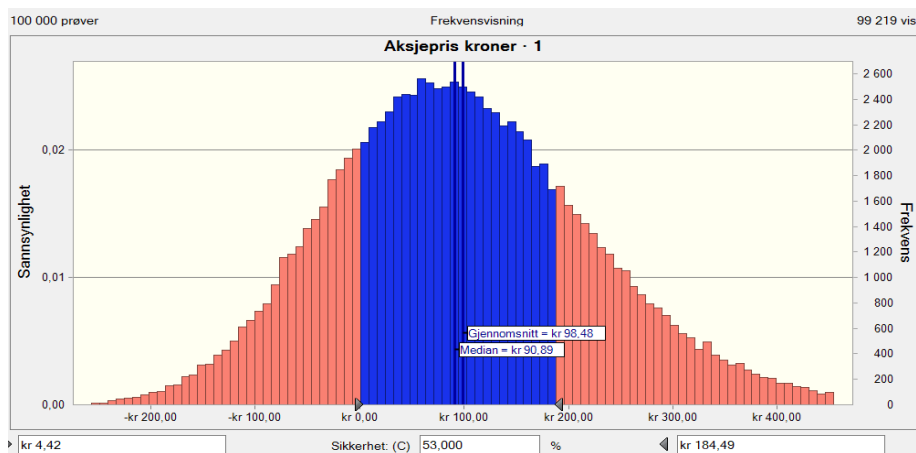
Hvis avkastningskravet holdes konstant på 5,30%, og reduserer den langsiktige vekstraten til 1,5%, ser man reduksjon i aksjeprisen til kr 86,40. Dette utgjør en prosentvis reduksjon på 31,1%. Hvis man øker den langsiktige veksten til 2,5%, vil det øke aksjeprisen til kr 149,66. Dette er en prosentvis økning på 29,5%. En reduksjon i den langsiktige veksten utgjør en større påvirkning på aksjeprisen, enn hva en økning vil gjøre.

Totalt sett ser man at en økning i avkastningskravet, vil ha den største påvirkningen på aksjeprisen. Dette betyr at avkastningskravet er den viktigste, og den mest sensitive variabelen i verdsettelsen. «Worst case scenario» er når den langsiktige veksten er på sitt laveste, og avkastningskravet er på det høyeste. Gjennom sensitivitetsanalysen kan vi se at aksjeprisen vil da være kr 0,34. «Best case scenario» er hvor aksjeprisen er høyest priset, noe som den er når avkastningskravet er 3,30%, og den langsiktige vekstraten er 3,00%. «Best case scenario» gir en aksjepris på kr 2 478,36.

## 10.2 Monte Carlo simulering

Monte Carlo simuleringen tar for seg beregningen av uforutsigbare forklaringsvariabler, gjennom en sannsynlighetsberegning. Metoden er brukt til å få en forståelse for risiko, og uforutsigbarhet når man prognostiserer fremtidige kontantstrømmer. Simuleringen kan foretas ved å enten bruke en parametriske, eller ikke-parametriske simulering. Ved en parametriske simulering foreligger det

forhåndsdefinerte sannsynlighetsfordelinger, som kan knyttes til hver usikker variabel. Den ikke-parametriske simuleringen trekker tilfeldig fra historisk data (Osmundsen, 2005, s. 45). Ettersom vi foretar denne for fremtidige kontantstrømmer, vil den parametriske simuleringen tas i bruk. Ved simuleringen vil modellen beregne mange ulike utfall, på bakgrunn av variablene som er valgt på forhånd. Dette gjør den ved å gjentatte ganger plukke de forhåndsdefinerte verdiene i den økonomiske modellen (Osmundsen, 2005, s. 45). Til simuleringen har vi benyttet oss av Excel og tilleggsprogrammet Crystal Ball for å simulere kontantstrømmodellen, ved bruk av 100.000 tilfeldige utvalg.



Figur 10-1: Monte Carlo Simulering for Flex LNG.

Variablene vi har testet i Monte Carlo simuleringen av kontantstrømmen er følgende: 1) vekst i driftsinntekter for år 2020, 2021, 2024 og terminalåret 2027, 2) langsiktig vekstrate, 3) markedets risikopremie, 4) risikofri rente. Simuleringen gir en fordeling på verdiestimatet i kontrast til estimatene vi kom fram til i kapittel 9. Gjennomsnittlig pris etter Monte Carlo simuleringen er 98,48 kr. Vi kan med 53% sikkerhet si at aksjeprisen ligger mellom kr 4,42 og kr 184,49. Det kan argumenteres for at sikkerheten på verdiestimatet er noe lavt, dette henger i sterk grad sammen med at bransjen er svært volatil. I tillegg til dette har den også beregnet tilfeller av negative verdier, noe som ikke vil være hensiktsmessig å inkludere, da den laveste teoretiske verdien er 0.

## 11. Diskusjon

Gjennom tre forskjellige verdiestimater, den fundamentale verdsettelsen, multiplisert verdsettelsen og Monte Carlo simuleringen, kommer det frem at aksjen til Flex LNG er undervurdert i forhold til markedsverdien ved 01.01.2020. Dette

støttes av to meglerhus som gir Flex LNG aksjen en kjøpsanbefaling ved samme tidspunkt (Pareto Securities AS, 2019) (Nordea Markets, 2020).

Den fundamentale verdsettelsen gir Flex LNG en aksjepris på kr 113,24 som er en økning på kr 19,24. Vi argumenterer for at Flex LNG sin aksje skal prises slik, basert på analysen av kapitlene 5, og 7-8. Flex LNG har investert tungt i nye skip, noe som gir dem en av de beste flåtene i markedet. Denne flåten er med på å gi Flex LNG et varig konkurransefortrinn. Det vil derav gi selskapet bedre inntjeninger fremover. Konkurransefortrinn er et tegn på at framtidsutsiktene til selskapet er gode. Internt sett har Flex LNG et godt lederteam, som har mye kunnskap rundt markedet og organisasjonsledelse. Denne lederkulturen gjør også at framtidsutsiktene til selskapet er lyse. Vi estimerer at Flex LNG vil vokse i vår prognostisering. Det er allikevel usikkerhet knyttet til dette. Det er større usikkerheter i våre antagelser, enn det det er i selve modellene. Flex LNG vil vokse ved en generell vekst i markedet, og gjennom dens evne til å ta markedsandeler. LNG markedet generelt, er i en voksende fase, noe som Flex LNG kan ta nytte av. Det er store forhåpninger til LNG markedet som har et stort potensial. Dette kommer frem i verdiestimatet. Evnen til å ta markedsandeler blir gjort ved evnen til å holde flåten sin som en av markedets beste. På denne måten vil de tiltrekke seg flere kunder. Flex LNG har hatt et fokus på dette, noe som har gitt dem en rask økning i inntjeninger på kort tid. Dette utgjør en stor faktor i fremtidig vekst. Eierne til Flex LNG er investeringsvillige, og gjør at Flex LNG kan opprettholde flåten sin. Selskapet har også en liberal tilnærming til gjeld, som gjør at de kan investere i nye skip når det passer seg.

Verdsettelsen gjennom multippelanalysen ga aksjeprisen et gjennomsnitt på kr 109,75. Ved å analysere multiplene hver for seg, ser man at den ene verdsetter Flex LNG til en mye mindre verdi. Dette kan tyde på at vi har vært for optimistiske i vår verdsettelse, eller at selskapene i analysen ikke er representative nok. Ved å se på lønnsomheten, ser man at Flex LNG ofte har estimater høyere enn gjennomsnittet for de komparative selskapene. Det er på denne måten usikkerhet knyttet til multippel verdsettelsen, og hvor relevant den er i beslutning av aksjeprisen.

Monte Carlo simuleringen gir en aksjepris på kr 98,48. Dette utgjør en økning på kr 4,48 fra markedsverdien 01.01.2020. Denne simuleringen tar for seg mange scenarioer, for å best estimere aksjeprisen. Den tar utgangspunkt i våre

prognostiseringer. Simuleringen vil også inkludere scenarier hvor aksjeprisen blir negativ, noe som reelt sett ikke er mulig.

Sensitivitetsanalysen avslørte hvilken variabel som er den mest avgjørende og har størst påvirkning på aksjeprisen. Analysen viste at avkastningskravet er mest sensitiv for aksjeprisen. Det faktumet at avkastningskravet er den mest sensitive variabelen tilsier at det er større usikkerhet knyttet til denne, og dens påvirkning til den fundamentale verdsettelsen.

På bakgrunn av funn gjort i tidligere analyser, så vi for oss en større oppside i aksjeprisen. De høye investeringene i år 2020, og 2021, bidrar til at NNV for den eksplisitte perioden blir negativ, noe som påvirker aksjeprisen negativt.

Under selve estimeringen av aksjeprisen, valgte vi å vekte verdsettingsmetodene forskjellig. Den fundamentale verdsettingen blir vektet med 67%, da vi mener denne er basert på mest empiri. Multipl verdsettelsen blir vektet med 22%, fordi den bruker markedsrelevante størrelser. Monte Carlo simuleringen blir vektet med 11%, da denne er minst presis. Simuleringen tar for seg negative verdier av aksjeprisen, noe som reelt sett ikke er mulig.

## 12. Kritikk til oppgaven

Det er i denne oppgaven flere usikkerhetsmomenter knyttet ulike variabler. Vi har gjennom arbeidet med denne oppgaven derfor vært opptatt av å diskutere hvilke svakheter og utfordringer dette gir. Vi vil adressere denne kritikken i dette kapitlet.

Verdivurderingen vi har gjennomført tar utgangspunkt i 01.01.2020, hvor framtidsutsiktene var mye lysere enn per dags dato. Både politiske og økonomiske forhold har blitt påvirket av situasjonen verden befinner seg i, og Flex LNG er ikke foruten. Vi har ikke tatt hensyn til COVID-19, og eventuelle komplikasjoner som følger med viruset.

Verdivurderinger av børsnoterte selskaper kan gi enkelte utfordringer, da all informasjon er sekundær og offentlig tilgjengelig. Dette fører til at vi har måtte tatt enkelte forutsetninger og forenklinger. Særlig gjennom prognostisering av regnskap blir dette en utfordring, da det vil foreligge lite informasjon om virksomhetens strategi gjennom sekundære kilder. Budsjetteringen er gjort med en «Top-Down-metode». Dette innebærer at markedsvekst og evnen for selskapet

til å ta markedsandeler, er vurdert ut ifra hvilken konkurranseposisjon vi oppfatter dem i.

I kapittel 5 analyseres forhold som påvirker vekst i markedet, og forhold som vi mener styrker Flex LNG's konkurranseposisjon. Innhentet informasjon er ikke entydig, noe som gjør at funnene bygger på skjønsmessige vurderinger. Konkurransefortrinn som vi vektlegger ved vekst, er derfor ikke en objektiv sannhet, men snarere vår egen vurdering av selskapets fortinn grunnet i tilgjengelig informasjon.

Gjennom oppgaven har vi presisert at Flex LNG opererer ut ifra ett nullskatteland. Vi har på det grunnlaget valgt å ikke inkludere skatt i utarbeidingen av avkastningskravet. Vi er allikevel klar over at for en investor er det avkastningskravet etter skatt, som er mer relevant. Gjennom utarbeidingen av egenkapitalens avkastningskrav, har vi brukt størrelser som er påvirket av COVID-19. Det vil ikke gi ett reelt syn på hva avkastningskravet ville ha vært ved verditidspunktet. Videre har vi gitt egenkapitalens avkastningskrav en likviditetspremie basert på våre skjønsmessige vurderinger. Dette betyr at vi har tatt våre egne forutsetninger, som ikke nødvendigvis gjenspeiler den likviditetspremien selskapet faktisk fortjener. Totalkapitalens avkastningskrav er også lavere enn det man kan forvente, da vi ikke har lagt til ett påslag basert på at mye av markedet er utsatt for spekulasjon. Med det lave avkastningskravet får vi en høyere aksjepris, noe som gjør at det kan spekuleres om vi har overvurdert selskapet. I oppgaven nevner vi også kapitalverdimodellens begrensninger, og hvordan den ikke er optimal for verddivurderinger for usikre kontantstrømmer som Flex LNG har. På bakgrunn av dette, baserer vi oss ikke kun på den fundamentale verdiestimeringen, men også på multippelanalysen og Monte Carlo simuleringen.

I kapittel 7 har vi kun basert nøkkeltallsanalysen på tre år, noe som er en relativt kort periode. Dette er fordi Flex LNG startet med sine operasjoner i 2017. Den korte perioden gir ett dårligere utgangspunkt for analyse av nøkkeltall, men også for prognostiseringen som ble gjennomført i kapittel 8.

Under multippelverdsettelsen har vi brukt komparative selskaper som basis for verdiestimaten. Flere av selskapene som ble brukt under den beregningen er selskaper som ikke bare frakter LNG, men også andre typer gasser og råvarer. Dette kan gjøre at multiplene ikke er representative for den verddivurderingen vi foretok oss i kapittel 9.

Ut ifra regnskapet ser vi at rentekostnader utgjør en stor del av kostnadsrammen. Vi har allikevel valgt å bruke FCFF-metoden, da det kan være vanskelig å forutse fremtidige gjeldskostnader. Kinserdal (2017) påstår at ulike metoder gir samme verdi, og vi har derfor ikke lagt vekt på FCFE-metoden.

Vi argumenter gjennom oppgaven at Flex LNG befinner seg i et volatilt marked. Dette støttes i etablert teori, som refereres til flere steder i oppgaven. Betaværdien vi fant for selskapet, gjenspeiler imidlertid ikke volatiliteten til markedet.

Vi har også i noen grad undervurdert kompleksiteten ved shipping industrien, og da særlig den råvarebaserte sektoren. Omfanget av kunnskapen som trengs når en skal verdsette slike selskap har derfor krevd mye mer lesing enn hva vi så for oss.

### **13. Konklusjon**

Formålet med denne oppgaven har vært å finne verdien av en aksje til Flex LNG per 01.01.2020. Verdiestimatet er beregnet gjennom en analyse av strategien, både internt og eksternt i selskapet. Det er basert på historiske prestasjoner, og beslutninger for fremtidige utsikter. Den andre delen av problemstillingen tar for seg en fiktiv investor, og dens beslutning basert på aksjeprisen vi har estimert i tidspunkt 01.01.2020.

Verdiestimatet blir basert på tre forskjellige verdsettingsmodeller. Den fundamentale verdsettingen gjennom FCFF-metoden ga aksjeprisen kr 113,24. Dette gir en prosentvis økning på 20,5% fra den reelle aksjeprisen 01.01.2020. Multiplanalyse ble også utført for å gi et verdiestimat på aksjen. Vi brukte multiplene P/B, EV/GAV, og P/NAV. Multipl verdsettelsen ga en snittverdi for aksjen på kr 109,75. Dette tilsier en prosentvis økning på 16,8% fra markedsverdien. Under Monte Carlo simuleringen ble aksjeprisen simulert til å være kr 98,48, noe som er en endring fra markedsprisen med 4,8%. Alle verdiestimatene viser til at aksjeprisen er underpriset ved verditidspunktet.

Det er usikkerhet knyttet til de verdiestimatene vi har kommet frem til, og på bakgrunn av dette har vi gitt en kjøpsanbefaling dersom aksjeprisen er 10% høyere en markedsverdien. Ved en aksjepris 10% lavere enn markedsprisen, har vi lagt inn en salgsanbefaling. Alt som befinner seg innenfor dette intervallet har vi gitt en hold-anbefaling. Tabellen under viser visuelt hvordan den fiktive investoren hadde handlet. Gjennomsnittsprisen er ett vektet gjennomsnitt av de tre



verdiestimatene. Kapitalverdimodellens avgrensninger gjør at vi ikke kun baserer oss på den fundamentale verdivurderingen. Vi har valgt å vekte den fundamentale verdsettelsen med 67%, multiplere verdsettelsen med 22%, og Monte Carlo simuleringen med 11%.

NOK	FCFF-modellen	Gjennomsnitt multiplere	Monte Carlo simulering	Gjennomsnitt
Verdi per aksje	113,24	109,75	98,48	110,82
Markedsverdi aksje 01.01.2020	94,00	94,00	94,00	94,00
<b>Handlingsstrategi</b>	<b>Kjøp</b>	<b>Kjøp</b>	<b>Hold</b>	<b>Kjøp</b>

Tabell 13-1: Handlingsstrategi for Flex LNG aksje

### Endelig konklusjon:

*Hovedproblemstilling:* «Hva er verdien av en aksje i selskapet Flex LNG på verditidspunktet 01.01.2020?»

*Delproblemstilling:* «Bør en fiktiv investor selge, kjøpe eller holde aksjen til Flex LNG ved verditidspunktet 01.01.2020, når formålet er å skape en avkastning på aksjen?»

For å besvare hovedproblemstillingen i denne oppgaven, har vi valgt å ta ett vektet gjennomsnitt av de forskjellige verdiestimatene vi har kommet fram til. Verdien av en aksje i selskapet Flex LNG, er kr 110,82. Dette tilsier at aksjen er underpriset, og vi gir den fiktive investoren en kjøpsanbefaling på aksjen for å oppnå avkastning.

## Referanseliste

- Avance Gas. (2019). *Årsrapporter 2016-2019*. Hentet fra:  
<https://www.avancegas.com/Investor-Relations/Financial-Reporting>
- Barney, J. (1986). *Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy*. Management Science.
- Barney, J. (1991). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Journal of Management.
- BBC. (2015). *LIBOR: What is it and why does it matter?* Hentet fra:  
<https://www.bbc.com/news/business-19199683>
- Black F. (1972). *The Journal of Business*. The University of Chicago Press.  
 Hentet fra:  
[http://www.stat.ucla.edu/~nchristo/statistics\\_c183\\_c283/black\\_1972\\_article.pdf](http://www.stat.ucla.edu/~nchristo/statistics_c183_c283/black_1972_article.pdf)
- Bøhren Ø. & Michalsen D. & Norli Ø. (2017). *Finans: teori og praksis*. Fagbokforlaget.
- Chicago Mercantile Exchange. (2020). *What is Contango and Backwardation*. CME Group. Hentet fra:  
<https://www.cmegroup.com/education/courses/introduction-to-ferrous-metals/what-is-contango-and-backwardation.html>
- Damadoran, A. (2012). *Investment Valuation*. John Wiley & Sons.
- Damadoran, A. (2017). *The Dark Side of Valuation*. Pearson.
- Damadoran, A. (2020). *Country Default Spreads and Default Risks*.
- Dyvik E.A. (2020). *Guidelines for ESG reporting*. Oslo Børs. Hentet fra:  
[https://www.oslobors.no/ob\\_eng/Oslo-Boers/Listing/Shares-equity-certificates-and-rights-to-shares/Oslo-Boers-and-Oslo-Axess/Guidelines-for-ESG-reporting](https://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Listing/Shares-equity-certificates-and-rights-to-shares/Oslo-Boers-and-Oslo-Axess/Guidelines-for-ESG-reporting)
- Eliza. (2019, Oktober 19). *Hva er moderne porteføljeteori*. Hentet fra Not my war: <https://www.notmywar.com/hva-er-moderne-portefoljeteori/>
- eStudie.com. (2020, Mars). *Konkurransetrinn*. Hentet fra  
<https://estudie.no/konkurransetrinn-2/>
- E24. (2019). *Trumps opptrapping av handelskrigen truer den amerikanske kraftsektoren*. Hentet fra: <https://e24.no/olje-og-energi/i/On57Wl/trumps-opptrapping-av-handelskrigen-truer-den-amerikanske-kraftsektoren>
- Exmar NV. (2019). *Årsrapporter 2016-2019*. Hentet fra:  
<http://www.exmar.be/en/investors/reports-and-downloads/financial-reports>
- Fama E.F. & French K.R. (2004). *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*. American Economic Association.  
 Hentet fra: [https://www.jstor-org.ezproxy.library.bi.no/stable/3216805?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor-org.ezproxy.library.bi.no/stable/3216805?seq=1#metadata_info_tab_contents)

- Finansleksikon. (2020). *Egenkapitalmetoden*. Hentet fra Finansleksikon:  
<https://www.finansleksikon.no/Regnskap/E/Egenkapitalmetoden.html>
- Flex LNG. (2019). *Environmental Social Governance Report 2019*. Hentet fra:  
[https://www.flexlng.com/wp-content/uploads/2020/04/2019\\_Rapport\\_FLEX\\_LNG\\_singe-pages.pdf](https://www.flexlng.com/wp-content/uploads/2020/04/2019_Rapport_FLEX_LNG_singe-pages.pdf)
- Flex LNG. (2020). *Kvartalsrapport - Q4 2019*. Hentet fra  
<https://www.flexlng.com/wp-content/uploads/2020/03/Q4-2019-FLEX.pdf>.
- Flex LNG. (2020). *What is LNG*. Hentet fra <https://www.flexlng.com/lngc/>
- Foerster J. (2019). *The Impact of Weather on LNG Operations*. Forbes. Hentet fra:  
<https://www.forbes.com/sites/jimfoerster/2019/05/10/the-impact-of-tropical-weather-on-lng-operations/#928ccc77e809>
- GasLog Ltd. (2019). *Årsrapporter 2016-2019*. Hentet fra:  
<http://www.annualreports.com/Company/gaslog-ltd>
- Gjønnnes, S., & Tangenes, T. (2016). *Økonomistyring 2.0*. Fagbokforlaget.
- Golar LNG. (2019). *Årsrapporter 2016-2019*. Hentet fra:  
<https://www.golarlng.com/investors>
- Hayes, A. (2020). *Price to book ratio*. Hentet fra Investopedia:  
<https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp>
- Hoegh LNG. (2019). *Årsrapporter 2016-2019*. Hentet fra:  
<https://www.hoeghlng.com/investors/financial-information/default.aspx>
- Holme I.M. & Solvang B.K. (1996). Metodevalg og metodebruk. Tano Aschehoug.*
- Hovland K.M. (2018). *Ferks IEA rapport spår ny boom i USA: venter overflod av gass*. E24. Hentet fra: <https://e24.no/olje-og-energi/i/p6RO1W/ferks-iea-rapport-spaar-ny-boom-i-usa-venter-overflod-av-gass>
- Hvamstad E. (2019). *Øystein Kalleklev i Flex LNG om rater*. Finansavisen. Hentet fra; <https://finansavisen.no/nyheter/bors/2019/11/28/7477762/oystein-kalleklev-i-flex-lng-om-rater>
- Index Mundi. (2020). *Stocks traded, turnover ratio of domestic shares (%) - Europe*. Hentet fra Index Mundi:  
<https://www.indexmundi.com/facts/indicators/CM.MKT.TRNR/map/europe>
- International Energy Agency. (2019). *World Energy Outlook 2019*. Hentet fra:  
<https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2019/gas>
- International Maritime Organization. (2020). *Introduction to IMO*. Hentet fra:  
<http://www.imo.org/en/About/Pages/Default.aspx>

International Monetary Fund. (2019). *World Economic Outlook*. Hentet fra: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/10/01/world-economic-outlook-october-2019#Statistical%20Appendix>

Investopedia. (2020). *IFRS vs. U.S. GAAP: What's the Difference?* Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/09/ifrs-gaap.asp>

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2017). *Verdivurdering*. Fagbokforlaget.

Kalleklev, Ø. (2019, Mai). Flex LNG. (Nordnet, Intervjuer)

Kinserdal, F. (2017). Verdsettelse - Ulike metoder gir samme verdi. *Magma*, 54-67.

Knivsflå, K. H. (2013). *Regnskapsanalyse og verdsettelse*. Bergen, Norge.

Koller T. Goedhart M. & Wessels D. (2010). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, University Edition. John Wiley & Sons Inc. Hentet fra: <https://www-dawsonera-com.ezproxy.library.bi.no/abstract/9780470889947>

Koller T. & Goedhart M. & Wessels D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (6.utg)*. John Wiley & Sons.

Lovdata. (2007, Juni 29). *Lov om verdipapirer*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75>

Macrotrends. (2020). *1 year LIBOR rate - Historical chart*. Hentet fra Macrotrends: <https://www.macrotrends.net/2515/1-year-libor-rate-historical-chart>

Magnus A. (2019). *Dette er handelskonflikten mellom USA og Kina*. NRK Urix. Hentet fra: <https://www.nrk.no/urix/dette-er-handelskonflikten-mellom-kina-og-usa-1.14540879>

Medhaug I. (2018). *El Nino*. *Store Norske Leksikon*. Hentet fra: [https://snl.no/El\\_Niño](https://snl.no/El_Niño)

Michaux, S. (2015). *Porters Five Forces*. 50minutes. Hentet fra: <https://www-dawsonera-com.ezproxy.library.bi.no/abstract/9782806268389>

Naturgy (2019). *Årsrapporter 2016-2019*. Hentet fra: [https://www.naturgy.com/en/shareholders\\_and\\_investors/the\\_company/annual\\_reports](https://www.naturgy.com/en/shareholders_and_investors/the_company/annual_reports)

Norges Bank. (2019). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 4/19*. Hentet fra: [https://static.norges-bank.no/contentassets/04c2bd9b4a9e498cac9588e8963a7bbc/ppr\\_4\\_19\\_web.pdf?v=12/19/2019151826&ft=.pdf](https://static.norges-bank.no/contentassets/04c2bd9b4a9e498cac9588e8963a7bbc/ppr_4_19_web.pdf?v=12/19/2019151826&ft=.pdf)

Nilsen A.A. (2019). *Forvaltere ser grønn bølge i aksjemarkedet: - nesten litt frenetisk*. E24. Hentet fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/0ngEnB/forvaltere-ser-groenn-boelge-i-aksjemarkedet-nesten-litt-frenetisk>

Nærings- og handelsdepartementet. (2005). *Skipsfart*. Regjeringen.no. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/skipsfart/id106380/>

Osmundsen D. (2005). *Praktisk økonomi og finans. Identifikasjon og Kvantifisering av sammensatt risiko ved hjelp av Monte Carlo simulering*. Universitetsforlaget. Hentet fra: [https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/file/pdf/33227080/pof\\_2005\\_03\\_pdf.pdf](https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/file/pdf/33227080/pof_2005_03_pdf.pdf)

Paulsen R. (2014). *Shipping. Nordnet*. Hentet fra: <https://blogg.nordnet.no/shipping-del-i-torrlast/>

Pengepod (2019). *Pengepod - Flex LNG'* [Registrert av Ø. Kalleklev]. Oslo, Norge.

Petersen C. & Plenborg T. & Kinserdal F. (2017). *Financial Statement Analysis*. Fagbokforlaget.

PwC. (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. Norske Finansanalytikerers Forening.

Salim H.A. (2014). *Greening Natural Gas – LNG versus Pipelines*. National Geographic. Hentet fra: <https://blog.nationalgeographic.org/2014/05/13/greening-natural-gas-delivery-lng-versus-pipelines/>

Schølberg O. (2009). *Magma. Finansteori anvendt i praksis*. Hentet fra: <https://www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis>

Sea Trade Maritime News. (2020, Mars). *MEGI or X-DF propulsion - the Betamax vs VHS of LNG shipping*. Hentet fra <https://www.seatrade-maritime.com/europe/megi-or-x-df-propulsion-betamax-vs-vhs-lng-shipping>

Standard & Poors. (2019). *Credit Rating*. Hentet fra: [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352)

Teekay LNG. (2019). *Årsrapporter 2016-2019*. Hentet fra: <https://www.teekay.com/investors/teekay-lng-partners-l-p/financials-presentations/>

The World Bank. (2020). *Inflation, Consumer Price Index*. Hentet fra The World Bank: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2019&start=1999&view=chart>

Trading Economics. (2020). *United States Government Bond Yields*. Hentet fra Trading Economics: <https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield>

Tu Huan, F. H. (2019, Februar 14). *Options and Evaluations on Propulsion Systems of LNG Carriers*. Hentet fra <https://www.intechopen.com/books/propulsion-systems/options-and-evaluations-on-propulsion-systems-of-lng-carriers>

Visma. (2020A). *Egenkapitalandel*. Hentet fra: [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-equity-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-equity-ratio.htm)

Visma. (2020B). *Likviditetsgrad 1*. Hentet fra: [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm)

Visma. (2020C). *Hva er soliditet?* Hentet fra: <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/s/soliditet/>

Visma. (2020D). *Gjeldsgrad*. Hentet fra: [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-debt-to-equity-ratio.htm)

Visma. (2020E). *Rentedekningsgrad*. Hentet fra: [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-interest-coverage-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-interest-coverage-ratio.htm)

Ødegård P.O. (2019). *Russisk gass splitter allierte*. VG. Hentet fra: <https://www.vg.no/nyheter/meninger/i/9vXl29/russisk-gass-splitter-allierte>

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