



Verdiansettelse av DHT Holdings Inc (Valuation of DHT Holdings Inc)
Copenhagen Business School, 2016
Finansiering og Regnskab
Kandidatavhandling

Veileder: Jens Marcus-Møller

Antall sider: 117

Antall tegn: 174.937

Dato: 31.05.2016



Lars Bastian Østereng, FIR
Cpr:



Morten Lossius Nørgaard, FIR
Cpr:

Executive Summary

DHT Holdings



Rating	SELL
Share price	5.76
Target price	4.90

Key estimates (USDm)

Year	2016e	2017e	2018e
Shipping revenues	383,452	330,503	304,746
EBITDA	218,568	181,776	166,086
EBIT	148,588	115,676	105,137
EPS	1.29	0.78	0.69

Other key data

Mkt.cap (USDm)	530
Number of shares (m)	92.9
NIBD (USDm)	499

Trading data

Share price	5.76
Target price	4.90
+/- til kursmål	-14.9%

Performance

	1m	3m	YTD
Absolute	-1.2%	-28.8%	-28.8%

Source: NYSE



The market has peaked

DHT Holdings Inc (DHT) is an independent crude oil tanker company with its headquarters located in Oslo, Norway. The company provides exposure to the spotmarket in the tanker industry with a total fleet of 20 vessels and three newbuildings.

Based on a moderate demand forecast and increasing supply growth in the coming years, we believe that 2015 represented the peak of the current market cycle. We estimate demand growth of 2%, 1.1% and 1.9% in 2016, 2017 and 2018, whereas supply growth is expected to come in at 3.4%, 4.6% and 3% in the same years. From here on, our opinion is that fleet productivity will decline, and that profitability in the tanker market will slow down until the market will balance in 2020.

DHT's financial risk is modest and the balance sheet remains healthy. Their liquidity risk is low and cash reserves are above USD 160m. The financial gearing is average compared to peers, but will increase significantly in 2016 due to outstanding payments on new buildings.

Based on a risk assessment of the company, we estimate a WACC of 9.64%. Although DHT Holdings looks cheap compared to its peers, we are of the opinion that fundamental values are overrated, and that there are significant downside to current valuation. Based on our DCF, we calculate a fair value per share of USD 4.90, implying a ~15% downside to the share price as of April 1 2016. Our EVA model shows that DHT is actually destroying shareholder value throughout the forecast period.

Based on our estimated value we see the company as expensive, with a downside risk.

Høydepunkter

År	VLCC spot rate	Suezmax spot rate	Aframax spot rate	Shipping revenues	EBITDA	EBIT	EBITDA-margin	EBIT-margin	NIBD	Invested capital
2010	33,797	27,820	17,649	89,681	51,591	23,199	58%	26%	213,387	409,728
2011	18,263	18,154	12,199	100,123	52,724	-33,554	53%	-34%	241,886	448,333
2012	21,187	16,908	12,541	97,194	45,305	-89,503	47%	-92%	141,106	322,102
2013	18,621	15,511	14,131	87,012	27,906	1,007	32%	1%	29,981	314,734
2014	30,015	27,791	24,705	150,789	40,633	27,409	27%	18%	501,437	1,176,286
2015	64,846	46,713	37,954	365,114	214,848	135,343	59%	37%	498,654	1,236,544
2016e	60,660	44,053	35,639	383,452	218,568	148,588	57%	39%	751,629	1,437,945
2017e	51,105	37,982	30,356	330,503	181,776	115,676	55%	35%	708,304	1,355,061
2018e	47,774	35,866	28,515	304,746	166,086	105,137	55%	35%	653,104	1,249,458
2019e	44,452	33,755	26,678	284,806	152,371	95,410	54%	34%	610,370	1,167,703
2020e	39,617	30,682	24,004	252,475	131,287	80,792	52%	32%	541,083	1,035,149
Target price: 4.90				Risks: Low oil demand, increased ordering			Methodology:		DCF and multiples	

Innholdsfortegnelse

1.0 Introduksjon / Motivasjon	5
1.1 Problemstilling	6
1.2 Modeller og datainnsamling	8
1.3 Avgrensning	19
2.0 Introduksjon til industrien og selskapet/peers	20
2.1 DHT Holdings Inc	20
2.2 Tankmarkedet	21
2.3 Store historiske hendelser og DHTs aksjekursutvikling	21
2.4 Flåten	22
2.5 Ledelse og styre	24
2.6 Kontraktsdekning	27
2.7 Eierskapsstruktur	27
2.8 Peer-gruppen	28
2.9 Virksomhetssyklus og tilstanden nå	30
3.0 Strategisk analyse	31
3.1 The shipping market model	31
3.1.1 Etterspørsel etter tankskip	31
3.1.2 Tilbudet av tankskip	39
3.1.3 Fraktrate-mekanismen	51
3.1.4 Konklusjon til shipping market model	52
3.2 «Porters Five Forces»	53
3.2.1 Konkurransen fra substitutter	53
3.2.1.1 Substitutter for transport av olje	53
3.2.1.2 Energi substitutter	55
3.2.2 Trussel fra nye inntrengere (Inngangsbarrierer)	58
3.2.3 Kjøpers forhandlingskraft	59
3.2.4 Selgers forhandlingskraft	60
3.2.5 Rivalisering mellom nåværende selskaper	64
3.2.6 Konklusjon	65
3.3 Intern analyse	65
3.3.1 Verdikjedetilnærmelsen	65
3.3.2 VRIO	66
4.0 Regnskapsanalyse	72
4.1 Rebalansering av regnskaper for analytiske formål	73

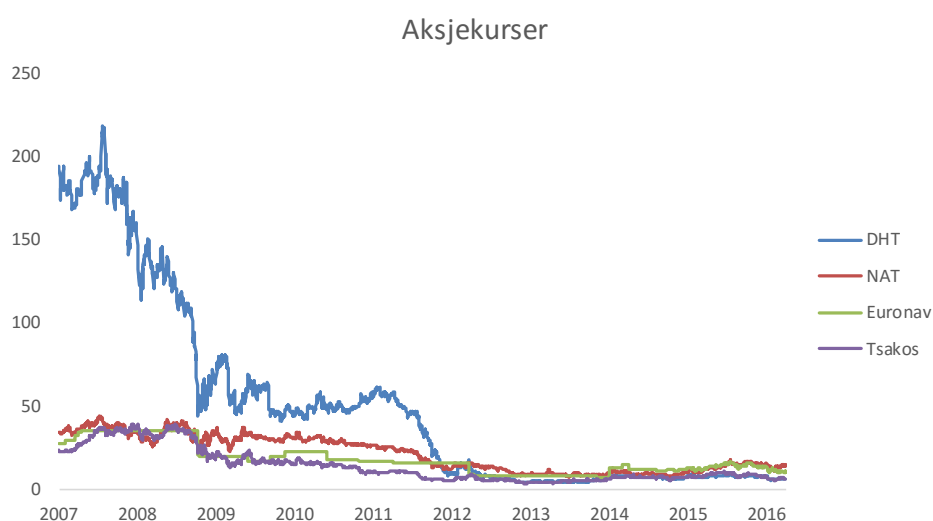
4.1.2 Den analytiske resultatoppgjørelse	73
4.1.3 Den analytiske balansen.....	74
4.2 Analyse av historisk profitabilitet og performance.....	74
4.2.1 Operasjonelt resultat – dekomponering av ROIC	75
4.2.2 Profit margin	76
4.2.3 Omløpshastighet på investert kapital (Turnover rate invested capital)	79
4.2.4 FGEAR	81
4.2.5 Spread	82
4.2.6 Eiers perspektiv – ROE.....	82
4.3 Likviditetsrisiko analyse.....	83
4.4 Relativ markedsandel og return on capital employed (ROCE)	87
5.0 SWOT	88
6.0 Forecasting.....	88
6.1 Forecasting av dagrater	88
6.2 Forecasting av tidscertepartier, flåteutnyttelse og nybygg	89
6.3 Forecasting av fremtidig omsetning, omkostninger og kontantstrøm	91
7.0 Estimering av kapitalkostnadene	97
7.1 Egenkapitalens avkastningskrav, r_e	97
7.1.1 Den risikofri rente.....	98
7.1.2 Systematisk risiko – beta, β	99
7.1.3 Equity risk premium – egenkapitalens risikopremie	103
7.1.4 Likviditetspremie	104
7.2 Avkastningskravet på gjelden.....	104
7.3 Kapitalstruktur	107
8.0 Verdsettelse.....	109
8.1 Discounted cash flow (DCF).....	109
8.2 Economic value added (EVA)	110
8.3 Relativ verdsettelse.....	111
9.0 Sensitivitetsanalyse	113
10.0 Konklusjon	116
11.0 Avhandling I perspektiv	118
12.0 Litteraturliste.....	119
13. Appendiks	123

1.0 Introduksjon / Motivasjon

Emne for vår avhandling er en verdiansettelse av tankselskapet DHT Holdings Inc (DHT). Motivasjonen bak dette valget er basert på en rekke faktorer.

Tankmarkedet er et meget komplekst og syklisk marked. Dagraterne (spotratene) kan sies å være den største bidragsyteren til et selskaps inntjeningsevne. I 2013 hadde VLCC og Suezmax spotrater på rundt USD 20.000 per dag og Aframax en rate på USD 15.000 per dag. Disse er i dag USD 65.000 per dag for VLCC, USD 50.000 per dag for Suezmax og USD 25.000 per dag for Aframax. Industrien er tett knyttet til verdens etterspørsel av olje, men et av de viktigste aspektene for høy inntjening er distansen oljen fraktes, jo lengere rute, jo høyere lønnsomhet. Industrien kjennetegnes av årlige svingninger, hvor toppen historisk befinner seg rundt den nordlige halvkules vinter. Dette henger sammen med verdens forbruk av energi, som er høyere om vinteren grunnet behovet for oppvarming.

Figur 1.1 Aksjekurser



Kilde: sammensatt av forfatterne / Bloomberg

Den totale tankflåten består av 1.753 fartøy, med 632 VLCCer, 490 Suezmaxer og 631 Aframaxer¹. Den kombinerte kapasiteten av flåten er i øyeblikket på 343 millioner dødvekts tonn (dwt). I tillegg til de tre segmentene som er beskrevet ovenfor, er det et relativt lavt antall fartøy med en kapasitet mindre enn 80.000 dwt som opererer innenfor oljetankerindustrien.

¹ Clarkson Shipping Intelligence

Da mange av disse fartøyene opererer i kabotasjehandler, er de ikke en del av det åpne markedet. Vi vil denne avhandlingen kun fokusere på de tre hovedsegmentene VLCC, Suezmax og Aframax.

Av de oppførte tankselskapene, finner vi DHT som det mest interessante. Både med tanke på forventninger til utvikling, men også grunnet deres strategi og tilnærming til markedet. DHT Maritime Inc ble grunnlagt og oppført på New York Stock Exchange i 2005. Etter en rekke transaksjoner i 2010 ble DHT Holdings Inc etablert som et morsselskap for DHT Maritime Inc. Selskapet er per 31. mars 2016 verdsatt til USD 5.76 med en markedsverdi på USD 534 millioner.

1.1 Problemstilling

Formålet med denne masteroppgaven er å bestemme «fair» verdi av egenkapitalen i DHT Holdings Inc (DHT) ved å benytte oss av ulike verdsettelsesmetoder. Våre funn vil bli oppsummert i en anbefaling til potensielle investorer. Vi har formulert følgende problemstilling:

«Hva er fair egenkapitalverdi for en investor i DHT Holdings Inc den 1. April 2016 sammenlignet med børsverdien på New York Stock Exchange?»

1.1.1 Delspørsmål

For å kunne besvare problemstillingen finner vi det nødvendig å kategorisere avhandlingen i forskjellig typer seksjoner. Vi vil benytte ulike analyser og metoder under hver seksjon ved å besvare en rekke delspørsmål. Samlet, vil disse delkonklusjonene slås sammen til en endelig konklusjon, som vil belyse den overordnede problemstillingen.

Introduksjon til industrien og selskapet/peers

En grundig forståelse av industrien er nødvendig for å kunne utføre en suksessfull verdsettelse. Det er viktig å forstå verdikjeden til tankindustrien, forretningssektoren, kunder, leverandører og tjenestene de leverer. Dette vil være viktig input i alle analysene og vil hjelpe

oss å identifisere de korrekte verdidriverne. I denne delen av avhandlingen ønsker vi å belyse følgende spørsmål:

- Hva er hovedkarakteristikkene til DHTs strategi og forretningsplan?
- Hva kjennetegner tankindustrien og klientene?
- Hvem er deres konkurrenter/sammenlignbare selskaper?

Strategisk analyse av tankmarkedet og selskapet

Denne delen av oppgaven omhandler analysen av de ikke-finansielle driverne som påvirker DHT. Vi vil analysere hvordan forretningsmiljøet og markedssykluser påvirker selskapets verdiskapning. De interne faktorene vil forklare hvordan DHT utnytter markedsmuligheter og justerer i forhold til skiftende markedsforhold. Analysen vil først fokusere på makroperspektivet og tilbud/etterspørsel balansen i relasjon til industristrukturen. I internanalysen vil vi se på verdikjeden og selskapets ressurser.

- Hvordan er dagratemekanismen bestemt ut ifra tilbud/etterspørsels- relasjonen?
- Har DHT en form for konkurransemessig fortrinn?
- Hvordan påvirker industristrukturen fremtidig inntjening?
- Hvilke muligheter/trusler eksisterer det i markedet?

Finansiell analyse

Formålet med den finansielle er analysen er å avdekke DHTs historiske ytelse og dekomponere regnskapet for ytterligere analyse. Fremtidige resultater er ikke nødvendigvis lik de historiske resultatene, men sistnevnte kan bli brukt som en referanse og indikator til forecasting. Vi ønsker videre å benchmarke resultatet mot en utvalgt gruppe peers.

- Hvordan har DHT gjort det finansielt siden 2007 sammenlignet med peers?
- Hva er prospektene for fremtidig finansielle ytelse?

Forecasting

I forecasting vil funnene fra den strategiske- og finansielle analysen knyttes sammen for å konstruere realistiske anslag for fremtiden. Siden verdiansettelsen vil være basert på fremtidig pengestrøm, vil nøyaktighet og analytisk kunnskap være nøkkelkomponenter i forecasting.

- Hvordan vil DHTs viktigste verdidrivere bli påvirket av forventet markedsutvikling?
- Hvordan vil spotmarkedet utvikle seg i fremtiden?

Verdiansettelse

Det er en rekke ulike verdiansettelsesmodeller å velge mellom, som alle avhenger av forskjellige typer antagelser. Ved å benytte mer enn en modell vil vi være i stand til å styrke resultatet. En faktor som går igjen i de forskjellige modellene er behovet for en risikojustert diskonteringsrente. For å kunne kalkulere egenkapitalverdien, vil vi benytte oss av følgende underspørsmål:

- Hvor sensitive er estimatene til endringer generelt og selskapsspesifikke parametere?
- Hva er forventet kontantstrøm fra driften?
- Hva påvirker leddene i WACC-likningen, og hvordan utledes disse?
- Hvordan er prisen på DHT sammenlignet med peers

1.2 Modeller og datainnsamling

1.2.1 Datainnsamling

Avhandlingen er skrevet fra en uavhengig analytikers perspektiv, og vi har kun benyttet oss av offentlig kjent informasjon. Vi vil implementere både finansielle og strategiske analyser, og datainput består av både kvalitative og kvantitative aspekter. Våre kilder er årsrapporter, markedsdata og undersøkelser fra investeringsbanker. Videre vil vi anvende teoretiske modeller fra diverse akademiske bøker, finansiell litteratur og artikler. Ved å kombinere alle disse ressursene, er vi overbevist om at vi har et tilstrekkelig grunnlag for å estimere en «fair» verdi av selskapets egenkapital.

1.2.2 Tilbud/etterspørsel – The Shipping Market Model

Vi har valgt å benytte oss av “The Shipping Market Model” som ble utarbeidet av Martin Stopford I 1997. Formålet med denne modellen er å identifisere de viktigste driverne bak tankmarkedet, og hvordan disse påvirker dagsratene (spotratene). Det finnes en rekke modeller for å analysere de makroøkonomiske forholdene DHT befinner seg i, men vi finner Stopfords modell som den mest relevante.

I tankmarkedet er forholdet mellom tilbud og etterspørsel nøkkelen til å bestemme prisene. Industrien er global med høy mobilitet og en rekke konkurrerende selskaper. Sammen med utnyttelse av flåten, er dagratene en av de mest kritiske faktorene som påvirker inntjeningen, det er derfor viktig å analysere mekanismene bak ratene nøye. Modellen er utarbeidet som et verktøy tiltenkt analyse av de tradisjonelle shipping markedene tørrbulk, tank og container. Da DHT operer i tankmarkedet, vil modellen være et gunstig verktøy. Vi vil dog gjøre mindre justeringer, i tillegg til å utelate eller tillegge aspekter vi finner nødvendige/unødvendige.

Ved hjelp av modellen, vil vi kartlegge etterspørsel- og tilbudsfaktorene som påvirker tankindustrien, og derfor selskapenes inntjening og risiko². Modellen består av tre komponenter: etterspørsel, tilbud og sammenhengen mellom disse to. Modellen forklares som en fundamentalanalyse, hvor målet er å forklare mekanikken bak fraktratene på en konsekvent måte³. Våre funn vil være essensiell input for prognoseutregningen i kapitel 6.

Modellen analyserer mange av de samme aspektene som en PESTEL-analyse, men modellen er skreddersydd for shippingindustrien. På samme måte som PESTEL-analysen, er shipping modellen ett verktøy for å forstå og kartlegge hvilke drivere som påvirker sektoren. Ved hjelp av dette kan man forstå markedets utsikter, i tillegg til potensialet og valg av fremtidige operasjoner. Dette er basert på både teoretiske og praktiske vurderinger⁴.

1.2.2.1 Etterspørsel

² Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 187

³ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 136

⁴ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 136

Etterspørselen etter tankselskaps tjenester avhenger av en rekke faktorer, inkludert verdens etterspørsel etter olje, den relative plasseringen av oljeproduksjon, raffinering og forbruk. Etterspørsel og tilbud av olje påvirker volumet av olje som blir transportert i tankskip. Plassering av oljeproduksjon, raffinering og forbruk påvirker derimot avstanden oljen blir transportert, som i de fleste tilfeller er den viktigste faktoren for et tankselskap.

Vi ønsker å analysere etterspørselen gjennom en ovenfra-ned tilnærming, hvor vi først analyserer oljeetterspørselen og de faktorene som påvirker denne. I tillegg vil det være interessant å belyse utviklingen i de største import/eksport-landene. Samlet vil vi se på ytterligere faktorer som påvirker etterspørselen, og samle dette i en delkonklusjon.

1.2.2.2 Tilbud

Tilbudet av skip bestemmes av et knippe beslutningstakere, og vi ønsker å analysere hvordan disse påvirker markedet. Vi vil se på det eksisterende tilbudet og det estimerte tilbudet (ordreboken). Videre vil vi analysere den globale flåtens alder og betydningen av skraping av skip. Våre funn vil oppsummeres i en delkonklusjon, hvor vi vil komme med et estimat på fremtidig tilbud.

1.2.2.3 Balansen mellom tilbud og etterspørsel

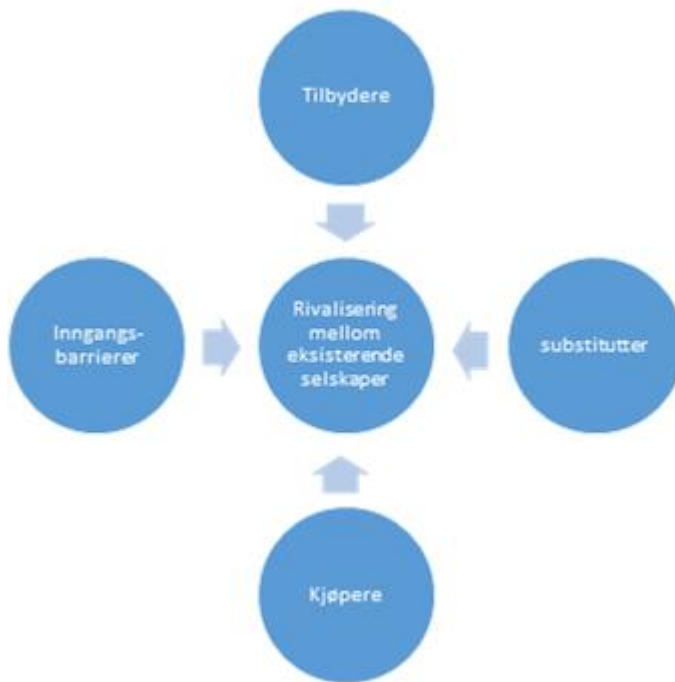
Som siste steg i modellen, vil balansen mellom tilbud og etterspørsel bli analysert. Dette oppsummerer funnene fra steg 1 og 2. Denne balansen uttrykkes gjennom dagrater. Resultatet fra modellen vil være viktig input for forecasting av dagrater og operasjonskostnader (OPEX).

1.2.3 Industrianalyse: Porters Five Forces of Competition Framework

I en strategisk analyse er det viktig å forstå strukturen i industrien og hvordan dette driver konkurransen. Konkurransforholdene i en industri vil påvirke lønnsomheten og derfor hvor attraktiv industrien er. Lønnsomheten måles som kapitalavkastning relativt til kapitalkostnad.

Vi finner Porters Five Forces rammeverket som et nyttig verktøy til å analysere en industri hvor mange variabler påvirker konkurransen og lønnsomheten⁵.

Figur 1.2 Porters five forces



Kilde: sammensatt av forfatterne

Gjennom denne tilnærmingen vil vi være i stand til å dekke de viktigste aspektene knyttet til industrien. Modellen består av tre former for horisontal konkurranse; konkurranse fra nykommere, konkurranse fra substitutter og konkurranse fra etablerte rivaler. Det er to kilder til vertikal konkurranse; makten til tilbyderne og makten til kjøperne.

Resultatene av modellen kan brukes til å forecaste fremtidig industriprofitabilitet i tillegg til å posisjonere selskapet i forhold til de konkurransemessige kreftene⁶.

1.2.4 Internanalyse: VRIO-modellen

⁵ Grant, R. M (2010). Contemporary Strategic Analysis. 7th edition: 69

⁶ Grant, R. M (2010). Contemporary Strategic Analysis. 7th edition: 78

Det er to krefter bak overlegen lønnsomhet: industri attraktivitet og konkurransemessig fordel⁷.

Et selskaps konkurransemessig fordel er et resultat av selskapets interne ressurser og evner. En egnet modell for analyse av disse faktorene er en VRIO-modell (Value, Rarity, Imitability and Organization). For å identifisere disse faktorene vil det være hensiktsmessig å analysere verdikjedene til selskapet og klassifisere disse i fire kategorier: Individuelle ressurser, Fysisk ressurser, Organisatoriske ressurser og Finansielle ressurser⁸.

VRIO-modellen består av to eksisterende teoretiske rammeverk som integreres til ett: posisjoneringsperspektivet og det ressursbaserte perspektiv. VRIO er primærverktøyet til å foreta en intern analyse⁹. Vi vil analysere hver enkelt ressurs og egenskap ved å belyse følgende fire spørsmål til hver faktor¹⁰:

- **Spørsmålet om verdi:** Er det en ressurs som gjør selskapet i stand til å utnytte en mulighet og/eller nøytralisere en trussel.
- **Spørsmålet om sjeldenhet:** Er det en ressurs som på nåværende tidspunkt er kontrollert av et lite utvalg konkurrerende selskaper.
- **Spørsmålet om imitasjon:** Vil selskaper uten en spesifikk ressurs ha en kostnadmessig ulempe ved å anskaffe eller utvikle den.
- **Spørsmålet om organiseringen:** Er et selskaps poliser og prosedyrer organisert til å støtte sine ressurser som er verdifulle, sjeldne og kostbare å imitere.

Vi anvender dette rammeverket til å forstå DHTs interne styrker og kombinerer våre funn med resultatet fra Porters rammeverk. Som en alternativ tilnærming, kunne man benytte seg av en logistisk modell for å analysere verdikjeden. Da den viktigste logistikkfunksjonen i DHT er flåtesammensetningen og flåteallokering, føler vi VRIO vil være det beste verktøyet for en internanalyse.

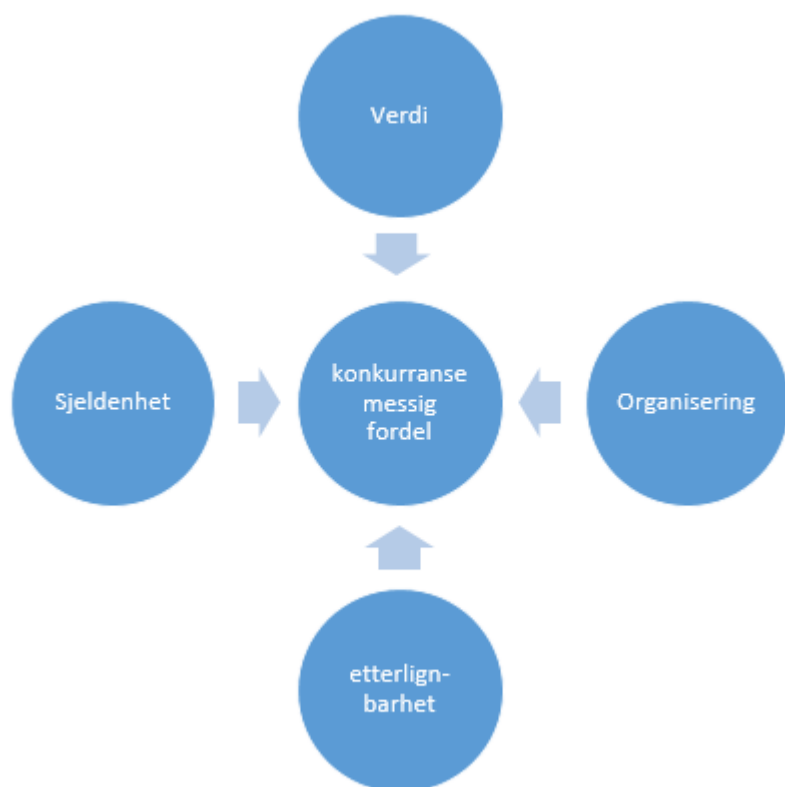
⁷ Grant, R. M (2010). Contemporary Strategic Analysis. 7th edition: 124

⁸ Barney, Jay B and Hesterly, William S. (2012). Strategic ...and Competitive advantage. 4th edition: 66

⁹ Barney, Jay B and Hesterly, William S. (2012). Strategic ...and Competitive advantage. 4th edition: 68

¹⁰ Barney, Jay B and Hesterly, William S. (2012). Strategic ..and Competitive advantage. 4th edition: 70

Figur 1.3 VRIO-modellen



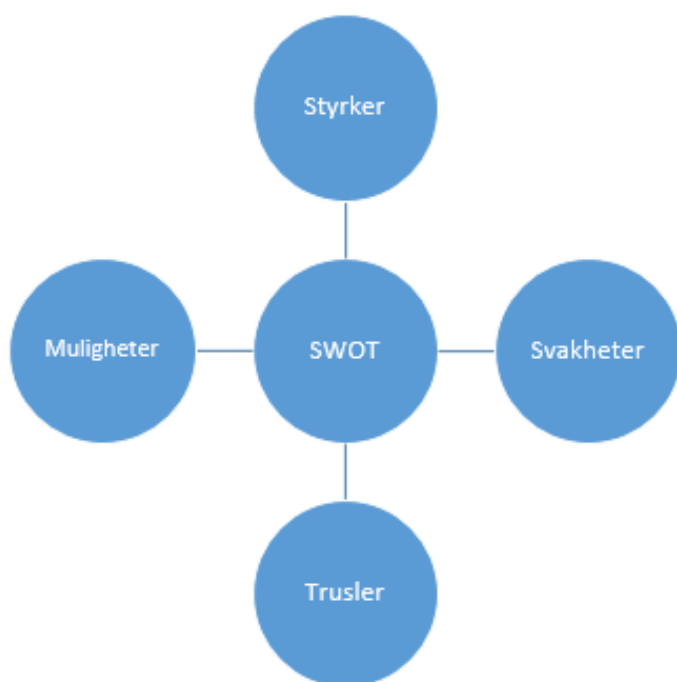
Kilde: sammensatt av forfatterne

1.2.5 SWOT

SWOT er et rammeverk som analyserer de interne og eksterne faktorene som påvirker DHT. Modellen er en matrise som evaluerer selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler¹¹. I oppgaven ønsker vi å bruke SWOT som en delkonklusjon basert på funn i vår strategiske og finansielle analyse.

¹¹ Grant, R. M (2010). Contemporary Strategic Analysis. 7th edition: 12

Figur 1.4 SWOT



Kilde: sammensatt av forfatterne

1.2.6 Tilnærminger til verdivurderingen

Det er en rekke tilnærminger til estimering av et selskaps verdi. Da hver enkelt metode har sine svakheter, styrker og begrensninger, er det viktig å benytte seg av den metoden som passer selskapet best. Valg av metode må baseres på inputen som er tilgjengelig. Tidsaspekt kan også være en faktor, da noen modeller er mer tidkrevende enn andre.

De to vanligste formene for verdsettelse er nåtidsverdimetoden og relativ verdsettelse¹². Nåtidsverdimetoden krever et høyt antall input og er sett på som mer tidkrevende å utføre. Da DHT er et offentlig listet selskap, er en rekke informasjon tilgjengelig. Vi har derfor valgt å benytte oss av «Discounted Cash Flow» (DCF) og «Economic Value Added» (EVA), underbygd av en multippelanalyse. Både DCF og EVA benytter seg av samme input, og vil

¹² Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 210

derfor gi samme nåtidsverdi. På den andre siden gir de to modellene forskjellig informasjon hva gjelder verdi skapt for aksjonærene.

1.2.7 Discounted Cash Flow Model (DCF)

DCF er den mest nøyaktige modellen når det kommer til verdsettelse av prosjekter, divisjoner og selskaper¹³. Den er favorisert av de fleste praktikere og fullstendige bøker er basert på denne metoden¹⁴. Modellen kan spesifiseres på to måter. En tilnærming brukes til å estimere «enterprise value» av selskapet, mens en annen estimerer egenkapitalverdien av selskapet. Vi har valgt å benytte oss av den første. Resultatet fra DCF modellen vil være første steg i estimeringen av DHTs egenverdi (intrinsic value).

Verdien av selskapet bestemmes ved å finne nåtidsverdien av fremtidige kontantstrømmer (FCFF) i prognosehorisonten og terminalperioden, som igjen er diskontert med «weighted average cost of capital» (WACC). WACC er en estimering av avkastningskravet og regnes ut ifra følgende formel¹⁵:

$$WACC = \frac{NIBD}{NIBD + MVE} \times r_d \times (1 - t) + \frac{MVE}{NIBD + MVE} \times r_e$$

NIBD: markedsverdien av netto rentebærende gjeld

MVE: markedsverdien av egenkapital

r_d : rentesats på netto rentebærende gjeld

r_e : Aksjonærers avkastningskrav

T: Selskapets marginale skattesats

FCFF kalkuleres ut ifra følgende formel¹⁶:

$$FCFF = NOPAT + \text{Avskrivninger} \pm \Delta NWC \pm \Delta \text{langsiktig gjeld} \pm \Delta CAPEX$$

¹³ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) - Valuation: 303

¹⁴ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 216

¹⁵ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 96

¹⁶ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 180

Endringen i langsiktig gjeld er ikke sett på som en del av NWC eller CAPEX, og er derfor inkludert som et separat element. Med FCFF og WACC estimert, kan vi bruke følgende formel som en to-steps modell til å forcaste «enterprise value»¹⁷:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

For å kalkulere den estimerte markedsverdien av egenkapitalen, trekker vi fra markedsverdien av netto rentebærende gjeld og verdien av minoritetsinteresser fra vår estimerte «enterprise value»¹⁸.

1.2.8 Economic Value Added (EVA)

Ifølge EVA-modellen er verdien av et selskap bestemt etter opprinnelig investert kapital (bokverdi av egenkapital pluss netto rentebærende gjeld) pluss nåtidsverdien av all fremtidig EVA. Modellen benytter seg av investert kapital ved periodens start som utgangspunkt for verdsettelsen, deretter legges nåtidsverdien av all fremtidige EVA til, noe som gir «Enterprise value» for et selskap. Utregningen av EVA er som følgende¹⁹:

$$EVA_t = \text{Economic Value Added (NOPAT)} - WACC \times \text{invested capital}_{t-1}$$

EVA-modellen kan også spesifiseres som en to-steps modell og kalkulere «enterprise value» av selskapet²⁰:

$$\text{Enterprise Value}_0 = \text{Invested capital}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{n+1}}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Som med DCF-modellen, trekker vi fra markedsverdi av netto rentebærende gjeld og verdien av minoritetsinteresser²¹.

¹⁷ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 216

¹⁸ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 217

¹⁹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 220

²⁰ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 220

²¹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 217

1.2.9 Relativ Verdssettelse

Relativ verdsettelse, ofte referert til som multipler, er den andre gruppen verdsettelsestilnærminger man kan benytte. Da både DCF-modellen og EVA-modellen ikke er mer nøyaktig enn forecastestimatene de er beregnet på, ønsker vi å supplere med en relativ verdsettelse hvor vi benytter oss av ulike multipler. Ved å anvende denne formen for verdsettelse vil vi teste plausibiliteten til forcastet av kontantstrømmen og se hvordan markedsprisene, fremtidige salg, inntjening og aktivverdiene er relativt til peer-gruppen. Hvis et selskap har en høyere multippel enn peersene, kan det være en indikasjon på en høyere prising med mindre potensiale for oppside. På den andre siden kan det være et tegn på overlegene markedsutsikter og virksomhetsprospekter.

Gjennom denne analysen vil vi supplere til diskusjonen vedrørende DHT er et godt investeringsobjekt eller ikke. Ifølge Koeller, Wessels og Goedhart er det tre viktige krav for å utføre en nyttig analyse ved bruk av multipler²²:

1. Brukt riktig multipler
2. Kalkuler multiplene på en konsistent måte
3. Bruk riktig peer-gruppe: Sammenlign med selskaper som har lignende utsikter til langsiktig vekst og avkastning på investert kapital.

Når det gjelder første krav, er det en rekke multipler å velge mellom. Vi vil legge frem våre valg i del 7.3. Vi har brukt fremtidsrettede multipler basert på dagens markedsverdier.

Multipler for peergruppene har vi funnet gjennom FactSet og er basert på gjennomsnittlig forecast av inntjening fra en rekke investeringsbanker. Vi vil også sammenligne våre estimerte multipler for DHT med markedsconsensusen fra Bloomberg. Dette vil gi oss informasjon vedrørende kvaliteten av våre forecast.

En verdsettelse basert på multipler er avhengig av antagelsen om å finne sammenlignbare selskaper med lignende økonomiske kjennetegn og utsikter.

²² Koeller, T. Goedhart, M and Wessels, D. (2010) – Valuation: 315

1.2.10 Sensitivitetsanalyse

En verdsettelse burde alltid følges av en sensitivitetsanalyse som undersøker konsekvensene av forandringer i de viktigste verdidriverne. Ideelt sett, burde sensitivitetsanalysen være inspirert av fundamentalanalysen som er grunnlaget for pro forma regnskapet²³. Sensitivitetsanalysen avslører verdiestimatenes sensitivitet i forhold til endringer i vekstrater, noe som igjen påvirker EBITDA-marginen.

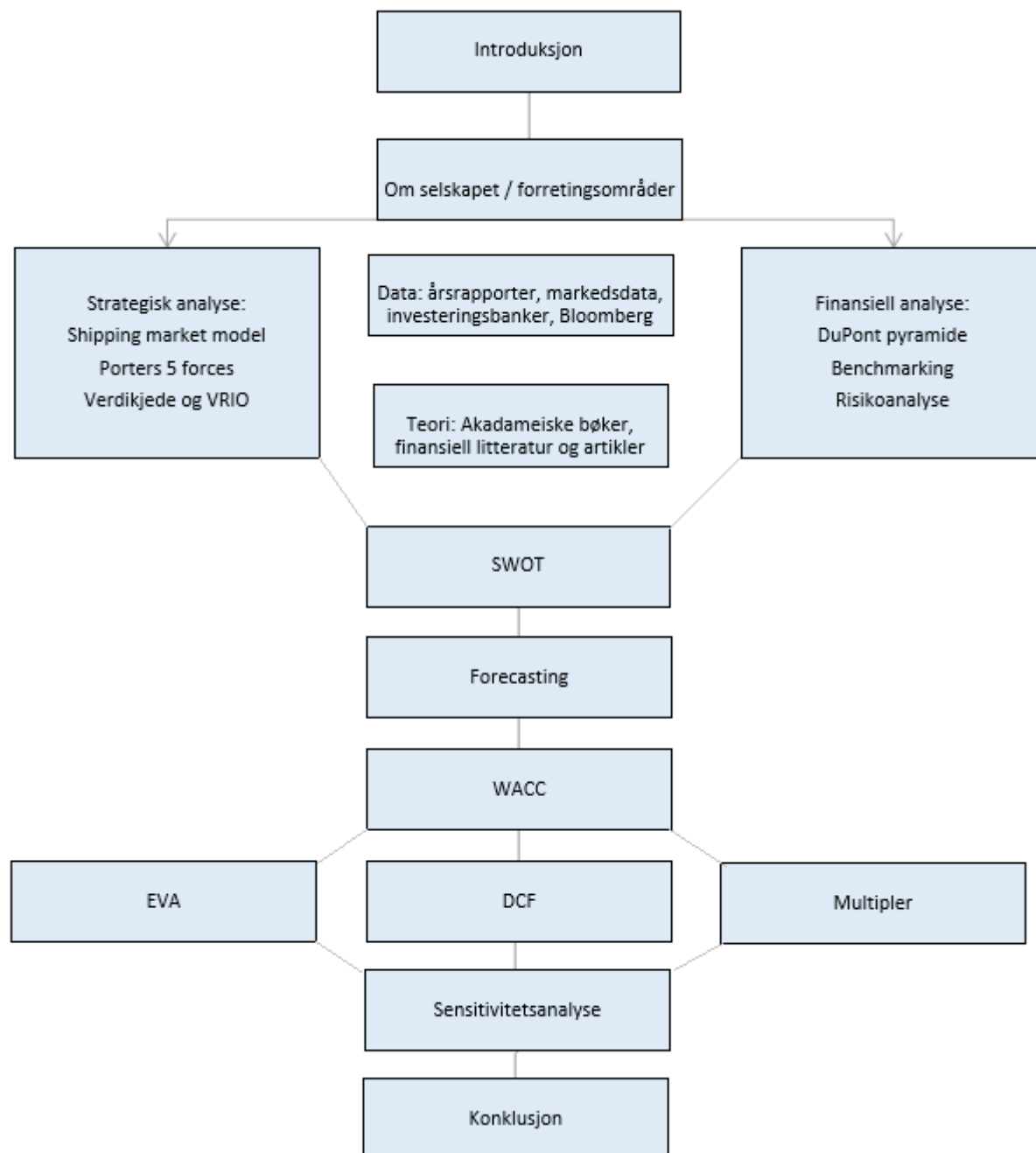
Vi har derfor utført en rekke sensitivitetsanalyser for å diskutere de mest kritiske antagelsene. Denne prosessen vil illustrere de potensielle endringene i selskapets verdi ved endringer i markedsforhold eller interne faktorer.

1.2.11 Forskningsstruktur

Basert på modellen presentert nedenfor ønsker vi å dele vår avhandling inn i seks forskjellige seksjoner. Under hver seksjon ønsker vi å analysere de forskjellige aspektene i dybden, for deretter linke våre funn med andre seksjoner. Ved å benytte oss av denne strukturen vil vi oppnå en høy grad av konsistens i avhandlingen.

²³ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 241

Figur 1.5 Forskningsstruktur



Kilde: sammensatt av forfatterne

1.3 Avgrensning

- DHT er et offentlig oppført selskap, så vi har kun benyttet offentlig tilgjengelig informasjon.

- Referanseprisene for DHT er satt til aksjekursen gitt 1. April 2016.
Vi benytter oss derfor kun av informasjon til og med denne datoen.
- Vi har begrenset oss til bruk av åtte år med historisk data på selskapene
- Vi fokuserer kun på segmentene VLCC, Suezmax og Aframax da dette er skipstypene DHT innehar. Vi ser derfor bort i fra Panamax- og Handysizeskip.
- Peer-gruppen er begrenset til tre selskaper; Tsakos, NAT og Euronav.
- Vi har ikke analysert tilknyttede selskaper nærmere, da vi mener disse ikke utgjør en del av DHTs operasjonelle drift i tillegg til å ha marginal innvirkning på selskapets historiske inntjening.

2.0 Introduksjon til industrien og selskapet/peers

2.1 DHT Holdings Inc

DHT er et selvstendig tankselskap. Flåten operer internasjonalt og består av oljetankere i VLCC, Aframax og Suezmax segmentene. Alle deres funksjoner blir gjennomført internt og de operer gjennom administrasjonsselskaper lokalisert i Norge og Singapore²⁴.

Selskapet ble opprettet i 2005 som en «spin-off» av OSG Shipholding, hvor det ble anskaffet tre VLCC og fire Aframax med langsiktige leieavtaler. Samtidig ble selskapet notert på New York Stock Exchange (NYSE). I september 2014 kjøpte DHT 100 % av aksjene i privateide Samco Shipholding. Gjennom dette oppkjøpet fikk DHT kontroll over syv VLCCer med en gjennomsnittsalder på 4.5 år i tillegg til at mange av skipene var under leiekontrakt med store oljeselskaper. Avtalen inkluderte også Samcos eierskap i Goodwood Ship Management på 50 %.

DHT eier totalt 23 fartøy, hvorav 20 VLCC, 2 Aframax og 1 Suezmax. De har totalt 18 ansatte i administrasjonen i tillegg til innleid mannskap til drift av skipene. Hovedkvarteret ligger i Oslo, Norge, men selskapet er basert i Bermuda²⁵. Selv om selskapet er oppført på NYSE, er de ikke påtvunget amerikanske skatteregler. De betaler heller ikke skatt på Marshall øyene, landet hvor DHT er inkorporert. Ledelsen er dog pliktet til beskatning i både Norge

²⁴ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2014: 19

²⁵ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 96

og Singapore, etter gjeldene lands skatteregler²⁶. Nåværende markedsverdi er USD 550 millioner og operasjonell inntjening for 2015 var USD 365 millioner. Før vi beskriver DHT nærmere vil vi presentere tankmarkedet hvor DHT opererer.

2.2 Tankmarkedet

Tankmarkedet kjennetegnes av stor konkurranse og består av 50 selskaper som kontrollerer en flåte på 12 skip eller mer²⁷. Det er et par dominerende aktører, men ingen av selskapene har noen form for makt til å påvirke prisene/ratene. Med en effektiv organisering, teknisk kompetanse og en god flåte kvalitet kan selskapene påvirke utnyttelsen av flåten. Høyere utnyttelse fører til en høyere inntjening.

Olje står for nærmere en tredjedel av verdens globale energiforbruk, og olje etterspørsel har sett en stabil økning de siste 15 årene, med unntak av 2008 og 2009 hvor etterspørselen falt grunnet finanskrisen. I 2015 økte etterspørselen til 94.4 millioner fat per dag, som representerer en vekst på 5.4 % fra bunnpunktet i 2009²⁸.

De siste årene har etterspørselsveksten hovedsakelig blitt drevet av utviklingsland i Asia og en økt kinesisk etterspørsel. På den andre siden, har etterspørsel i Nord-Amerika og Europa vært tilsvarende flat fra 2004 til 2015.

Selskapene operer som regel med tre typer skip, VLCC, Suezmax og Aframax. De tre skipstypene er tiltenkt å operere på forskjellige geografiske strekninger, hvor VLCC som regel blir satt inn på de lengste strekningene. Etterspørselen etter selskapenes tjenester blir styrt av etterspørsel etter olje i tillegg til avstanden oljen skal fraktes.

2.3 Store historiske hendelser og DHTs aksjekursutvikling

De store historiske hendelsene kan bli observert og forklart ut ifra utviklingen i aksjeprisen, som illustrert i figur 2.2. Aksjekursen har vært synkende siden børsnotering i 2007. Introduksjonsprisen var USD 144 og toppunktet for aksjen var 2. august 2007 på USD

²⁶ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 101

²⁷ Clarkson Shipping Intelligence Network

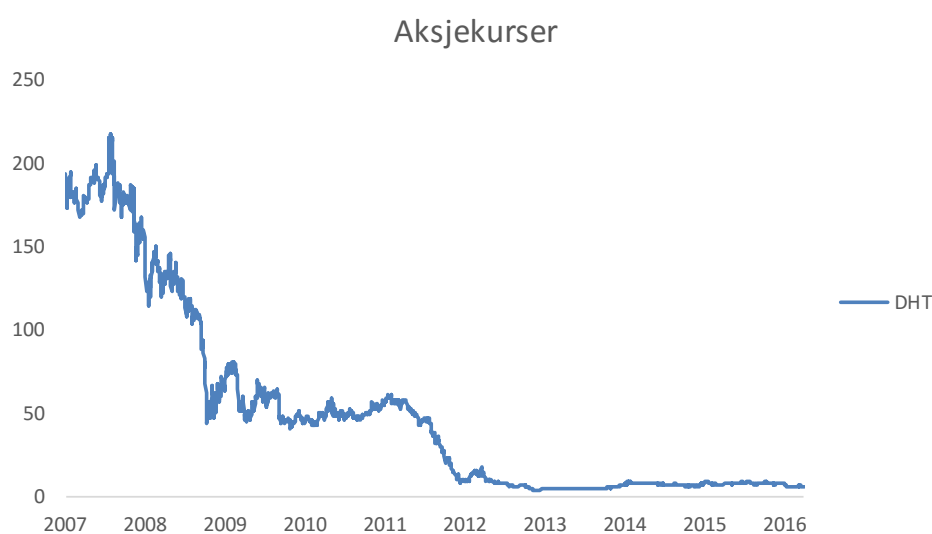
²⁸ International Energy Agency

215.88. Oktober året etter var kursen helt nede på USD 49.80 som et resultat av finanskrisen. Dagens aksjekurs er på USD 5.76. De største hendelsene siden listing i 2007 er:

- Finanskrisen 2008
- Opprettelse av DHT Holdings Inc i 2010
- Havarert oppkjøp av Saga Tankers i 2011
- Suksessfull emisjon i 2013
- To suksessfulle emisjoner i 2014
- Oppkjøp av Samco i 2014
- Bestilling av 6 nybygg VLCC i 2014/15

Vi vil gå nærmere inn på disse hendelsene senere i avhandlingen.

Figur 2.1 Historisk aksjekurs DHT



Kilde: sammensatt av forfatterne / Bloomberg

2.4 Flåten

DHTs flåte består for øyeblikket av totalt 23 fartøy (inkludert bestillinger) med en kombinert kapasitet på 6.55 millioner dwt og en gjennomsnittsalder på 9 år. 17 av selskapets fartøy er VLCCer, i tillegg til 3 nybygg med planlagt levering i 2016. Leveringen av VLCC fartøyene

vil øke DHTs inntjeningskapasitet og gjennomsnittsalderen på flåten vil bli redusert. Med totalt 17 seilende VLCC og ytterligere tre under konstruksjon, er DHT verdens ellevte største VLCC-eier. DHT eier også ett Suezmax og to Aframaxes, hvor alle er bygd mellom 2000 og 2004.

Figur 2.2 Nåværende flåte

Nåværende flåte					
Navn	Type	Bygd	dvt	Alder	Verft
Samco Sundarbans	VLCC	2012	314,240	4	Hyundai
Samco Taiga	VLCC	2012	314,240	4	Hyundai
Samco Amazon	VLCC	2011	314,240	5	Hyundai
Samco Redwood	VLCC	2011	314,240	5	Hyundai
Samco China	VLCC	2007	317,794	9	Hyundai
Samco Europe	VLCC	2007	317,260	9	Hyundai
DHT Hawk	VLCC	2007	298,923	9	NACKS
Samco Scandinavia	VLCC	2006	317,260	10	Hyundai
DHT Falcon	VLCC	2006	298,971	10	NACKS
DHT Condor	VLCC	2004	320,050	12	Daewoo
DHT Eagle	VLCC	2002	309,064	14	Samsung
DHT Ann	VLCC	2001	309,327	15	Hyundai
DHT Chris	VLCC	2001	309,285	15	Hyundai
DHT Phoenix	VLCC	1999	309,151	17	Daewoo
DHT Jaguar	VLCC	2015	299,900	1	Hyundai
DHT Lion	VLCC	2016	299,900	0	Hyundai
DHT Panther	VLCC	2016	299,900	0	Hyundai
DHT Puma	VLCC	2016	299,900		Hyundai
DHT Tiger	VLCC	2016	299,900		Hyundai
DHT Leopard	VLCC	2016	299,900		Hyundai
VLCC totalt		20	6,163,445	8.2	
DHT Target	Suezmax	2001	164,626	15	Hyundai
Suezmax totalt		1	164,626	15.0	
DHT Cathy	Aframax	2004	115,000	12	Hyundai
DHT Sophie	Aframax	2003	115,000	13	Hyundai
Aframax totalt		1	230,000	12.5	
Totalt		23	6,558,071	9.0	

Kilde: sammensatt av forfatterne / DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015 / DHT Holdings Inc – Q1

I september 2014, kjøpte DHT 100 % av aksjene i det Singapore-baserte skipseierselskapet Samco Shipholding²⁹. Kjøpesummen var 325 millioner dollar, men da var også en netto gjeld på 258 millioner dollar omfattet i regnestykket. Inkludert i avtalen var Samcos syv VLCC i tillegg til en 50 % eierandel i Goodwood Ship Management, et skipsdriftselskap med fokus

²⁹ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2014

på store tankskip. Ved tidspunkt for oppkjøp hadde Goodwood 30 fartøy under sin ledelse. Avtalen ble finansiert med inntektene fra en direkte plassering av ordinære aksjer, kontanter for hånden og en rettet emisjon av konvertible «senior notes»³⁰. På tidspunktet for oppkjøpet, hadde Samco syv VLCC med en gjennomsnittsalder på 4.6 år. Gjennomsnittsalder på skipene var 4.6 år, noe som senket gjennomsnittsalderen på flåten betraktelig.

DHTs fartøy operer i spotmarkedet, under leieavtaler med diverse ulike motparter med en tidshorisont på kort- til mellomlang-sikt, eller så operer de innenfor «Tankers International Pool». På tidspunktet for denne avhandlingen, er seks av de totalt femten VLCCene som er på vannet under diverse leiekontrakter (TCS). Varigheten på disse kontraktene varierer, korteste løper ut 2. Kvartal 2016 mens den lengste avsluttes i 2021. Ifølge ledelsen, vil DHT vurdere korte utvidelser av nåværende leieavtaler, men for at nye skip skal leies ut, vil de foretrekke lengre varigheter³¹. Begge Aframax skipene er under leieavtaler som utløper i 2017.

2.5 Ledelse og styre

Ledelse³²

Svein Moxnes Harfjeld, Co-CEO

Harfjeld sluttet seg til DHT i 2010 og har 25 års erfaring innen skipsfart. Han kom fra BW-gruppen, hvor han har besatt en rekke lederstillinger, inkludert Group Executive Director, CEO av BW Offshore, direktør i Bergesen dy og direktør for World-Wide Shipping. Tidligere har han hatt ledende stillinger i Andhika Martitime, Coeclerici og Mitsui O.S.K. Han startet sin karriere innen shipping i Torvald Klaveness Gruppen.

Trygve P. Munthe, Co-CEO

³⁰ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2014

³¹ ABG Sundal Collier – «More oil means more cargo» 2015

³² DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 50

Munthe sluttet seg til DHT i september 2010 og har over 25 års erfaring innen skipsindustrien. Han har tidligere vært CEO i Western Bulk, president i Skaugen Petrotrans, direktør i Arne Blystad AS og CFO i IM Skaugen. Munthe fungerer fortiden som styreleder av Ness, Risan & Partners AS.

Eirik Ubøe, CFO

Ubøe ble ansatt i DHT i 2005 og har mer enn 20 års erfaring innen internasjonalt regnskap og finans. Han har blant annet vært CFO for Nutri Pharma ASA og Schibsted Gruppen. Han har også fungert som visepresident i corporate finance- og ship finance avdelingene i ulike forgjengere til JPMorgan Chase.

Svenn Magne Edvardsen, Teknisk Direktør

Edvardsen sluttet seg til DHT i 2010 og har over 20 års erfaring i skipsindustrien. Han kom til DHT fra Frontline hvor han jobbet som flåtemanager. Edvardsen har steget i gradene til sjefsingeniør på oljetankere og har vært inspektør for Det Norske Veritas. Han har også fungert som teknisk inspektør for offshorefartøy og var bestyrer for et skipsmodifikasjon/reparasjon verft.

J. Stephens Eglin, Direktør Chartering & Operations

Eglin sluttet seg til DHT i 2015 og har over 25 års erfaring i skipsindustrien. Han kom til DHT etter 12 år i Frontline hvor han først jobbet som Chartering Manager i fire år og senere som direktør av Charteringavdelingen i åtte år. Før dette, jobbet han som skipsmegler hos Fearnleys A/S Oslo i 13 år.

Styremedlemmer³³

Erik A Lind, Klasse III Direktør og Styreleder

Lind har mer enn 35 års erfaring i corporate banking, global shipping og spesialisert og strukturert aktiv finansiering. Lind er fortiden CEO og direktør for Tufton Oceanic Limited, i

³³ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015

tillegg er han direktør i Tufton Oceanic Finance Group Limited og dets viktigste datterselskaper (inkludert Tufton Oceanic (Isle of Man) Limited). Før dette, jobbet han to år som managing director i GATX Capital og seks år som konserndirektør i IM Skaugen ASA. Lind har også hatt ledende stillinger i Manufactureres Hanover Trust Company og Oslobanken. Lind sitter fortiden i styret i Gram Car Carriers Holding Pte. Limited, RK Offshore International Holding Limited, ACS Shipping Limited og i det rådgivende styret i A.M. Nomikos.

Robert N. Cowen, Klasse I styremedlem

Robert Cowen har over 25 års ledererfaring på seniornivå i shipping industrien. Siden februar 2010 har han fungert som managing director i Lincoln Vale LLC, et alternativt investeringsselskap med fokus på investeringer i tørrbulksmarkedet. Fra februar 2007 til desember 2007 jobbet han som administrerende direktør i Ocean Freight Inc. Fra oktober 2005 til desember 2006 var Cowen partner i Venable LLP. Før dette, jobbet Cowen 25 år i Overseas Shipholding Group Inc, hvor han opererte som COO fra 1999 til 2005.

Einar Michael Steimler, Klasse II styremedlem

Einar Steimler har over 30 års erfaring innen skipsfart. Fra 2000 til 2011 jobbet han som styreleder i Tank (UK) Agencies, den kommersielle agenten til Tankers International. Han var medvirkende i dannelsen av Tanker (UK) Agencies i 2000 og jobbet som konsernsjef inntil utgangen av 2007. Steimler var styremedlem i Scorpio Bulkers Inc. Steimler jobbet som direktør i Euronav fra 1998 til 2010. Han har vært involvert i kjøp, salg og megling i tank, gass og kjemikaliesektorer, og var en av grunnleggerne av Stemoco, et norsk shippingmeglerhus.

Joseph H. Pyne

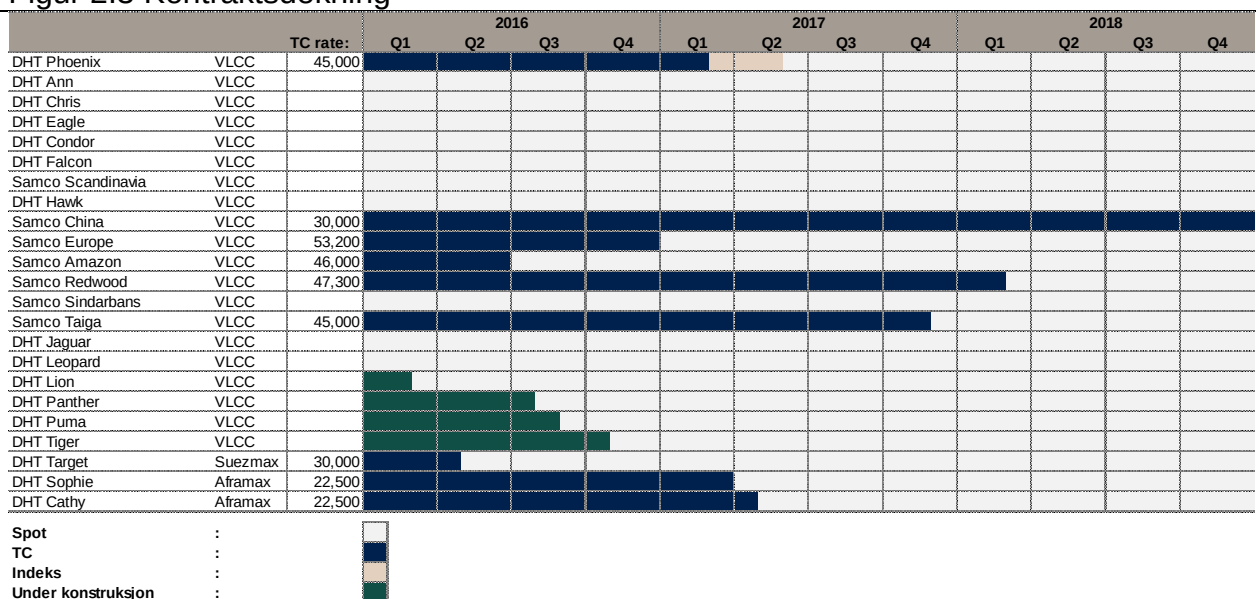
Pyne er styreformann for Kirby Corporation og har operert som selskapets administrerende direktør fra 1995 til april 2014. Pyne jobbet som konserndirektør fra 1992 til 1995 og har også jobbet som leder av Kirby Inland Marine, LP, Kirby Corp's transportselskap mellom

1984 og november 1999. Han har jobbet i Northrop Services, og tjenestegjort som en offiser i marinen. Han har vært styreleder i Kirby Corporation siden april 2013 og ansatt som leder siden 1988. Han har også vært medlem i Board at Ocean Energy Institute sitt rådgivende styre.

2.6 Kontraktsdekning

For å redusere den operasjonelle risikoen og sikre fremtidige kontantstrømmer, er det vanlig i tankindustrien å inngå langsiktige kontraktsforhold med kunder. En del av DHTs strategi er å sørge for å ha en del av flåten bundet i TC-kontrakter³⁴. De resterende fartøyene, som ikke innehar langsiktige kontrakter er eksponert mot volatiliteten i spotmarkedet. Figur 2.3 viser DHTs nåværende eksponering.

Figur 2.3 Kontraktsdekning



Kilde: sammensatt av forfatterne / DHT Holdings Inc – Company Presenation

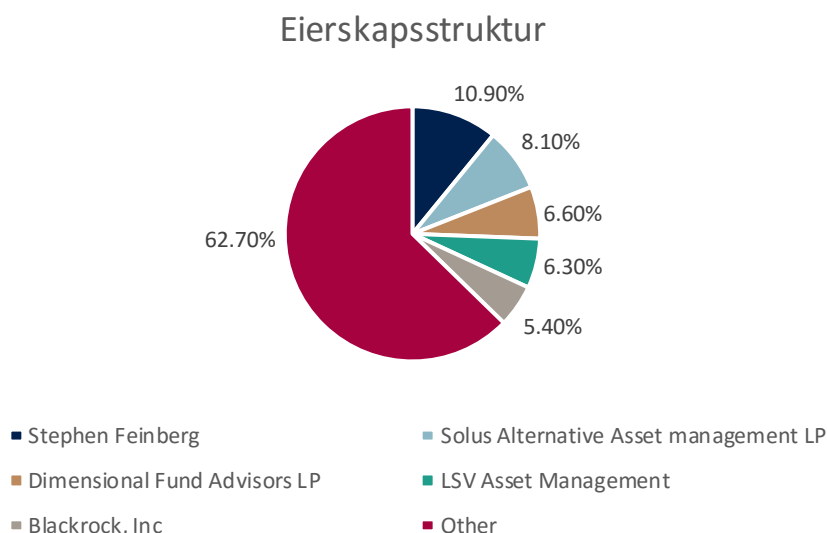
2.7 Eierskapsstruktur

DHT er kontrollert av en rekke private investorer. Det er et meget stort antall småinvestorer i selskapet, og de fem største aksjonærene kontrollerer kun 37.3 %. Samlet eier ledelsen

³⁴ DHT Holdings Inc – Company Presenation: 10

2.8 % av aksjene³⁵. Den største aksjonæren er investoren Stephen Feinberg, tett etterfulgt av investeringsselskapet Solus LP. Gjennomsnittlig handelsvolum det siste året varierer mellom USD 3.2 millioner til USD 900 000 per dag³⁶.

Figur 2.4 Eierskapsstruktur



Kilde: sammensatt av forfatterne / DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 57

2.8 Peer-gruppen

Hensikten med å definere en peer-gruppe er for å analysere DHTs relative resultater over en historisk periode. Peer-gruppen vil bli brukt som en benchmark i både den strategiske- og finansielle analysen, i tillegg til den relative verdsettelsen (multipler).

En peer gruppe må ikke nødvendigvis bestå av konkurrenter, men det er en rekke hensyn som må tas i betraktning. Det viktigste er at de finansielle rapportene er basert på samme regnskapsprinsipper i tillegg til at de må være sammenlignbare i forhold til drift og virksomhet³⁷. Ved bruk av multipler, burde peersene ha relativt like utsikter hva gjelder langsiktig vekst og kapitalavkastning (ROIC), i tillegg burde risikoprofilen være nogen lunde lik³⁸.

³⁵ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 57

³⁶ <http://www.hegnar.no/Marked/Aksjer-USA>

³⁷ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 64

³⁸ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) - Valuation: 305

Tankindustrien består av en rekke selskaper og eiere av skip. Mange selskaper opererer ikke utelukkende med tankskip, men også produkt, tørrbulk og gass. Vårt utvalg av peers var naturlig da alle selskapene er oppført på børse i USA, i tillegg til å ha sammenlignbare flåter. NAT, Euronav, Tsakos og DHT er alle oppført på NYSE. Ved å sammenligne selskap fra den samme industrien med lignende egenskaper, vil vi oppnå riktig relevans for ratioene³⁹. Alternativt kunne man sett på selskaper i andre industrier med lignende organisasjonsstruktur, verdikjede og finansielle resultater. Vi finner det mer hensiktsmessig å sammenligne med peers i samme industri, da tankmarkedet er spesialisert.

For å bestemme peer gruppen har vi sammenlignet syv tankselskap som er listet på NYSE. Selskapene har blitt bedømt basert på operasjonelle kriterier. Basert på dette, har følgende selskaper blitt valgt; Euronav, Tsakos Energy Navigation Ltd og Nordic American Tankers (NAT).

Selv om det er likheter mellom peersene, innser vi at det forekommer individuelle forskjeller. Viktigst er kanskje Tsakos tilstedeværelse i produkttankermarkedet. I tillegg består både Tsakos og NAT hovedsakelig av Suezmaxer og Aframaxer, mens størsteparten av flåte til DHT er VLCCer. Til tross for dette finner vi de nevnte selskapene som best egnet da de har lik organisatorisk struktur og en sammenlignbar verdikjede. En kort beskrivelse av de utvalgte selskapene følger.

2.8.1 Euronav

Euronav er det selskapet med den største flåten oljetankere av peersene med 51 fartøy. De gjennomførte i januar 2015 en suksessfull «initial price offering» (IPO) på New York Stock Exchange (NYSE), noe som gjorde dem til verdens største selvstendige noterte tankselskap⁴⁰. De har ført en nøktern innkjøpsstrategi de siste årene, og har per 2015 fire utestående nybygg med levering i 2016. Euronav har derfor en relativt lav gjeldsgrad. I tillegg har et styrket marked ført til en bedring i flåteutnyttelsen og derav inntjeningen⁴¹.

³⁹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 65

⁴⁰ Euronav – Årsrapport 2015 Highlights: 5

⁴¹ Euronav – Årsrapport 2015 Quick facts: 3

Selskapet hadde i 2015 en total operasjonell inntekt på USD 853 millioner og sysselsatte nesten 3000 mennesker.

2.8.2 Tsakos Energy Navigation Limited

Tsakos er det nest største selskapet når det kommer til antall skip, men av den totale flåten på 50 fartøy er kun 22 oljetankskip, de resterende skipene er produkttankere⁴². Selskapet har ført en aggressiv innkjøpsstrategi de siste årene og har totalt 15 nybygg med levering i 2016 og 2017. Da store deler av disse kjøpene er finansiert av gjeld, er Tsakos det selskapet med høyest gjeldsgrad av peersene. Deres totale operasjonelle inntekt i 2015 var på USD 587 millioner.

2.8.3 Nordic American Tankers

Nordic American Tankers (NAT) er det minste selskapet av peersene. De hadde i 2015 en flåte bestående av 24 skip, utelukkende Suezmaxer⁴³. De har to bestillinger på nybygg med levering i 2016 og 2017. NAT er selskapet med laves gjeldsgrad, da deres investeringer hovedsakelig blir finansiert gjennom egenkapital og lite gjeld. I tillegg er NAT selskapet som har den mest passive investeringsstrategien av peersene. Den totale operasjonelle inntekten var i 2015 på USD 445 millioner.

2.9 Virksomhetssyklus og tilstanden nå

Et syklisk selskap kjennetegnes av at inntjeningen følger et gjentakende mønster av signifikante økninger og nedganger.

En forståelse av tankindustriens virksomhetssyklus er viktig for å kunne analysere DHTs historiske avkastning og for å unngå feil i forecasting. Ved å bruke denne tilnærmingen kan man identifisere det nåværende stadiet i syklusen, og gi analytikeren nyttig informasjon om selskapets evne til å tilpasse seg nedgang og oppgang⁴⁴. Dette vil også påvirke estimeringen av dagratene, og analysert nøye gjennom sensitivitetsanalysen⁴⁵. Forrige

⁴² www.tenn.gr – Fleet list

⁴³ NAT – Årsrapport 2015: 17

⁴⁴ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 67

⁴⁵ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) - Valuation: 739

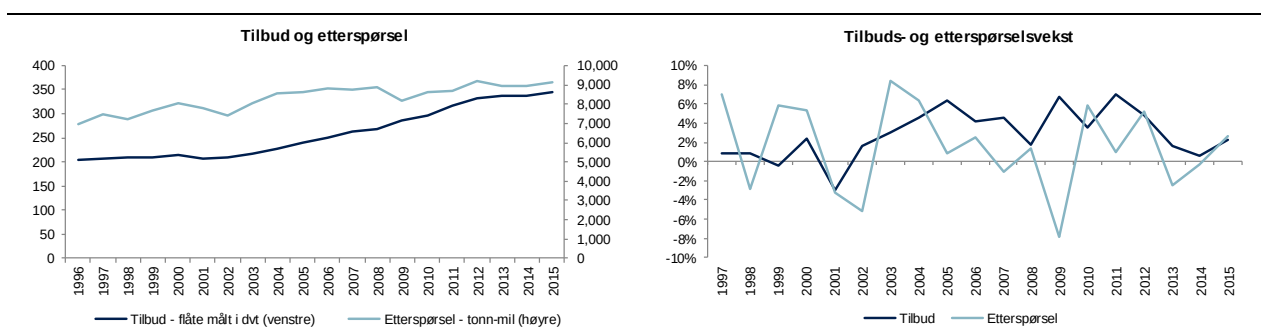
syklus varte fra 2003 til 2007, hvor finanskrisen satte en brå stopp for de sterke ratene⁴⁶. Vi har valgt å dele syklusene inn i fire faser: Kollaps, Bedring, Vekst og Peak. Basert på dagens marked, er tankindustrien under peakfasen i nåværende syklus.

3.0 Strategisk analyse

3.1 The shipping market model

For å forstå og gjøre oss opp en mening om balansen mellom tilbud og etterspørsel i tankmarkedet vil vi benytte oss av Martin Stopfords Shipping market model, som vi tidligere har beskrevet på under avsnitt 1.2.2. Basert på våre funn gjennom denne modellen vil vi forhåpentligvis være godt rustet til å forstå mekanismene som bestemmer dagratene. På grunnlag av dette kan vi komme med gode estimerer til fremtidig utvikling av inntjeningen i bransjen.

Figur 3.1 Tilbud (millioner dvt) og etterspørsel (tonn-mil)



Kilde: Sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence

3.1.1 Etterspørsel etter tankskip

Etterspørsel etter tankskip måles vanligvis i tonn-mil, og som navnet tilsier, består dette målet av de to variablene tonn og mil⁴⁷. Tonn refererer til volumene som fraktes målt i tonn, og mil viser til distansen som volumene flyttes målt i nautiske mil. Ett tonn olje som fraktes fra Midtøsten til Vest-Europa via Kapp det gode håp reiser omtrent fem ganger så langt som ett tonn olje shippet fra Ceyhan i Tyrkia til Marseilles i Frankrike. Altså kan man si at den

⁴⁶ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd: 130

⁴⁷ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 150

lange reisen fra Midtøsten genererer fem ganger så mye etterspørsel etter transport som den korte reisen fra Tyrkia, til tross for at volumet er det samme. Det er nettopp for å fange effekten av de forskjellige distansene på forskjellige ruter at man måler etterspørselen i tonn-mil.

Med tonn-mil betraktningen i minne, er det ganske åpenbart at etterspørselen etter tankskip er en funksjon av en rekke forskjellige faktorer. Dette kan være kortsiktige trender som over natten skaper høyere etterspørsel. Et eksempel kan være hvordan en lukket Suez Kanal ved flere anledninger har ført til store hopp i etterspørselen etter tankskip, som følge av at man har vært nødt til å seile rundt Afrika. Dette er faktorer som er nærmest umulig å forutse, og for å kunne estimere balansen mellom tilbud og etterspørsel i tankmarkedet må man finne mer fundamentale drivere som er lettere å forutse. Dersom man tar på seg de lange brillene, argumenterer vi for at den viktigste driveren av etterspørsel etter tankskip er etterspørselen etter olje. Grunnen til dette, er at det er nettopp etterspørselen etter olje som avgjør aktiviteten i den globale oljehandelen, som igjen avgjør hvor mye olje som skal fraktes på skip.

Verdensøkonomien

Før vi ser på den globale etterspørselen etter olje ønsker vi å kartlegge dagens tilstand i verdensøkonomien, samt utsiktene for fremtidig vekst. Vi baserer vår analyse av verdensøkonomien på IMF's World Economic Outlook⁴⁸. IMF's siste rapport maler et blandet bilde av verdensøkonomien, både av dagens tilstand og utsiktene for fremtiden. Bedringen i de utviklede økonomiene bremset opp mot slutten av 2015 på grunn økende finansiell turbulens og en vedvarende spenning i flere av de store fremvoksende økonomiene. I tillegg er det stor usikkerhet rundt effekten av Kinas omstilling fra en lang periode med ekstrem kreditt- og investeringsvekst, til en mer velbalansert vekst.

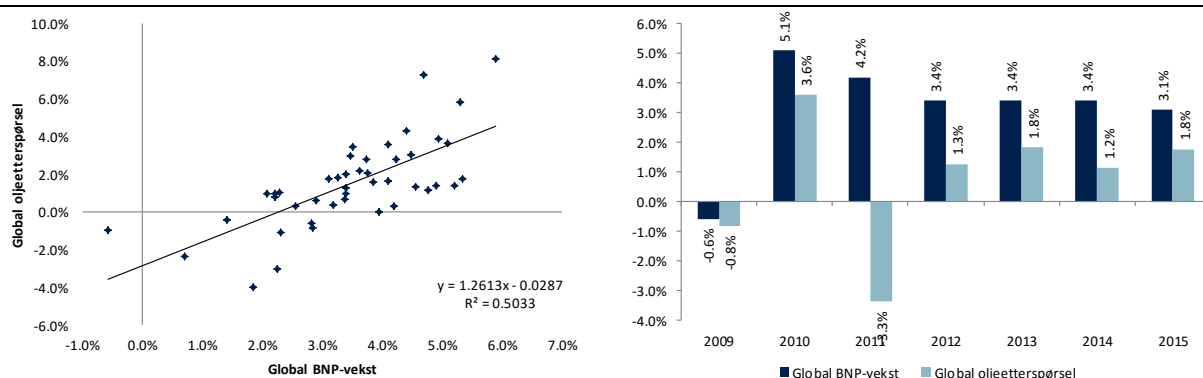
Til tross for at utsiktene til de fremvoksende økonomiene er meget varierende, forventer IMF at brorparten av global vekst vil fortsette å komme fra disse. For eksempel, er Russland og Brasil, som er to av de største fremvoksende økonomiene, fortsatt i dyp resesjon. På grunn

⁴⁸ IMF (2016) World Economic Outlook – Too Slow for Too Long

av aldrende befolkning, lav produktivitet og etterheng fra finanskrisen, forventes veksten i de utviklede økonomiene å forbli moderat. IMF forventer en global BNP-vekst på moderate 3.2 % i 2016, og 3.5 % i 2017⁴⁹. I 2016 forventes 1.9 % av veksten å komme fra utviklede økonomier, mens fremvoksende økonomier forventes å ekspandere med 4.1 %. I 2017, er de tilsvarende tallene på henholdsvis 2 og 4.6 %. Med andre ord er forventningene til de neste par årene relativt labre.

Sammenhengen mellom veksten i verdensøkonomien og oljeetterspørselen er sterk, noe vi har illustrert i figur 3.2. Med forventninger i utviklingen av verdensøkonomien som beskrevet, ser ikke bildet for global oljeetterspørsel spesielt optimistisk ut.

Figur 3.2 Global oljeetterspørsel drives av BNP-vekst



Kilde: Sammensatt av forfatterne / BP / ABG Sundal Collier⁵⁰ / IMF

Global oljeetterspørsel

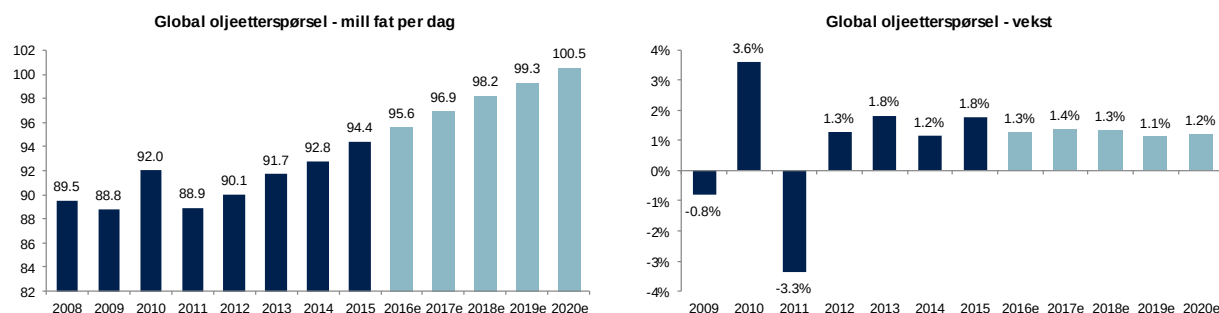
Å estimere veksten i global oljeetterspørsel er en meget krevende oppgave, og ligger utenfor denne avhandlingens omfang. Vi har derfor valgt å støtte oss på estimatene til IEA, som er et internasjonalt byrå som spesialiserte seg på energi⁵¹. Dersom man ser på IEAs estimer for de kommende årene, estimerer de at den globale oljeetterspørselen vil synke fra 1.8 % i 2015, til mellom 1.1 % og 1.4 % i årene fra 2016 til 2020. IEAs estimer baserer seg på mange av samme trendene som vi beskrev i avsnittet om verdensøkonomien, og anslagene for vekst i oljeetterspørselen er på lik linje med IMF's BNP-estimer, relativt moderate.

⁴⁹ IMF (2016) World Economic Outlook – Too Slow for Too Long

⁵⁰ ABG Sundal Collier (2016) Crude Quarterly: 14

⁵¹ <http://www.iea.org/>

Figur 3.3 Global oljeetterspørsel



Kilde: Sammensatt av forfatterne / IEA⁵²

Vi har tidligere argumentert for at global oljeetterspørsel er den viktigste driveren av etterspørsel etter tankskip, og med en moderat vekst i oljeetterspørsel de nærmeste årene, kan man heller ikke forvente en spesielt sterk vekst i etterspørselen etter tankskip.

Frakt av olje på tankskip

Global oljeetterspørsel tegner som sagt et realistisk bilde av utsiktene for etterspørselen etter tankskip. Oljeetterspørselen er dog ikke tilstrekkelig som eneste indikator på etterspørselen. En del olje konsumeres lokalt, noe som krever minimalt med transport. I tillegg fraktes en del olje i rørledninger på tvers av landegrenser, og disse volumene vil dermed heller ikke skape etterspørsel etter tankskip. Det er med andre ord kun de volumene som fraktes på havet som genererer etterspørsel etter tankskip.

I den andre delen av figur 3.4 har vi inkludert sjøbårne import til de forskjellige landene og regionene, og i del tre har vi regnet ut hvor stor del av total etterspørsel de forskjellige regionene faktisk importerer ved bruk av tankskip. Den sjøbårne importen som prosent av total etterspørsel varierer meget fra region til region. Tar man Afrika som eksempel, kan man se at kun 6 % av total etterspørsel dekkes av volumer importert på tankskip. Afrika produserer store volumer olje selv, og er dermed i stor grad selvforsynt. I motsatt ende av skalaen, finner vi et land som India, som dekker neste all sin etterspørsel gjennom import på tankskip. Sør-Korea er en annen ekstrem, og i 2016 importerte landet hele 119 % av egen etterspørsel. Dette kan forklares med at Sør-Korea har en stor raffineriindustri og at de derfor reeksporterer store volumer, samt at de har bygget lagrene.

⁵² International Energy Agency – "Medium-Term Market Report 2016": 113

Figur 3.4 Oljeetterspørsel og sjøbårne import

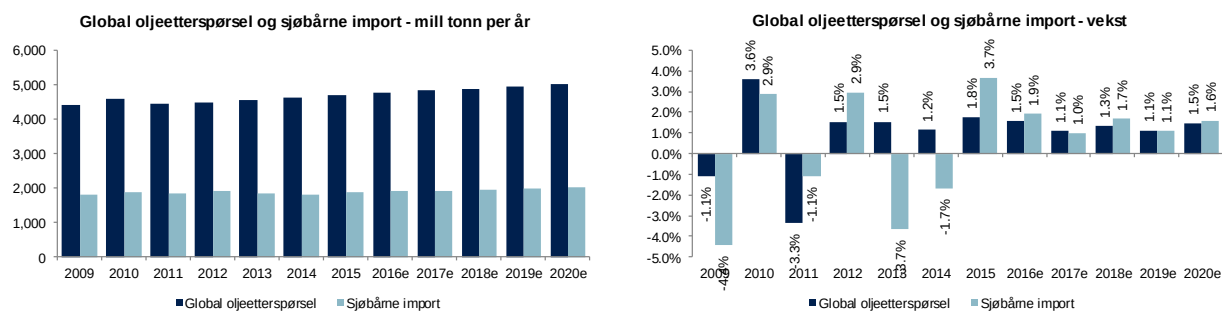
Etterspørsel - millioner tonn	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Japan	251	226	230	221	236	227	216	209	205	199	199	194	195
Sør-Korea	115	117	119	115	118	118	118	120	125	124	124	124	125
Kina	437	457	517	519	544	570	589	558	574	593	617	637	659
India	162	172	176	177	189	192	198	199	210	219	229	239	245
Asia - andre	331	343	362	361	369	377	388	622	649	677	697	722	744
Australia & New Zealand	57	56	57	57	59	59	58	75	70	75	70	75	75
Nord-Amerika	1,194	1,146	1,179	1,117	1,102	1,120	1,124	1,215	1,218	1,220	1,215	1,215	1,213
Europa	1,070	1,030	1,029	977	958	950	942	961	964	956	956	956	959
Afrika	171	176	186	173	183	188	197	204	210	219	224	234	240
Latin-Amerika	307	308	324	322	331	347	358	339	340	339	344	344	350
Andre	376	392	401	390	408	418	431	199	210	204	214	204	215
Verden totalt	4,471	4,422	4,582	4,428	4,497	4,566	4,619	4,701	4,773	4,825	4,890	4,945	5,018
Vekst		-1.1%	3.6%	-3.3%	1.5%	1.5%	1.2%	1.8%	1.5%	1.1%	1.3%	1.1%	1.5%
Sjøbårne import - millioner tonn	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Japan	208	182	184	178	182	180	171	169	166	161	161	157	158
Sør-Korea	117	117	119	126	128	123	125	142	148	148	148	148	148
Kina	163	187	219	228	245	254	280	306	315	325	338	349	361
India	128	159	163	168	184	189	189	196	207	216	226	236	241
Asia - andre	165	174	157	166	178	174	176	184	192	200	206	213	220
Australia & New Zealand	24	23	29	27	29	28	26	21	19	21	19	21	21
Nord-Amerika	432	392	399	368	340	288	245	233	234	234	233	233	233
Europa	541	489	489	465	491	464	459	487	488	484	484	484	486
Afrika	15	16	13	14	12	10	12	11	12	12	13	13	13
Latin-Amerika	37	37	32	33	32	35	35	32	32	32	32	32	33
Andre	72	45	67	79	86	91	89	91	96	93	98	93	98
Verden totalt	1,903	1,820	1,872	1,852	1,906	1,837	1,806	1,872	1,908	1,926	1,959	1,980	2,012
Vekst		-4.4%	2.9%	-1.1%	2.9%	-3.7%	-1.7%	3.7%	1.9%	1.0%	1.7%	1.1%	1.6%
Sjøbårne import % av etterspørsel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Japan	83%	81%	80%	81%	77%	79%	79%	81%	81%	81%	81%	81%	81%
Sør-Korea	102%	100%	100%	110%	108%	104%	105%	119%	119%	119%	119%	119%	119%
Kina	37%	41%	42%	44%	45%	45%	47%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
India	79%	93%	93%	95%	98%	99%	95%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Asia - andre	50%	51%	43%	46%	48%	46%	45%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Australia & New Zealand	43%	41%	51%	47%	48%	48%	46%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Nord-Amerika	36%	34%	34%	33%	31%	26%	22%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Europa	51%	47%	48%	48%	51%	49%	49%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
Afrika	9%	9%	7%	8%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Latin-Amerika	12%	12%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Andre	19%	11%	17%	20%	21%	22%	21%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
Verden totalt	43%	41%	41%	42%	42%	40%	39%	40%	40%	40%	40%	40%	40%

Kilde: Sammensatt av forfatterne IEA / BP⁵³ / Clarkson Shipping Intelligence

I de samme tabellene kan man se at vi har inkludert våre estimer for årene 2016 til 2020. Estimatenes for oljeetterspørsel per land og region er som sagt basert på IEAs estimer. Videre har vi antatt at hver region fortsetter å importere samme prosentvis andel av total etterspørsel etter tankskip som siste observerte år, nemlig 2015. I de to følgende grafene har vi illustrert hvordan vi ser for oss at volumene som skal fraktes på tankskip i de kommende fem årene vil utvikle seg, relativt til total oljeetterspørsel.

⁵³ BP Statistical review 2015

Figur 3.5 Global oljeetterspørsel og sjøbårne import – volumer og vekst



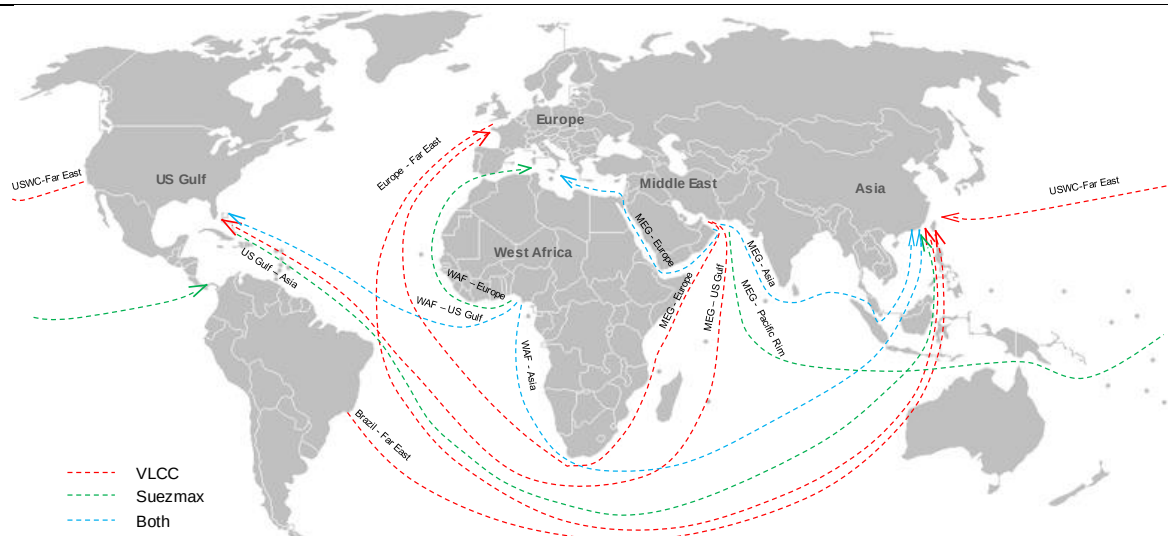
Kilde: sammensatt av forfatterne / IEA⁵⁴

Kort oppsummert, kan man si at vi forventer at sjøbårne volumer kommer til å vokse i takt med oljeetterspørselen i årene som kommer.

Gjennomsnittlig distanse og tonn-mil

Når vi nå har fastsatt våre forventninger hva angår volumer som skal fraktes, gjenstår en viktig faktor, nemlig distansen disse volumene skal fraktes over. Dette er den variabelen vi mangler for å kunne estimere etterspørselen målt i tonn-mil. Vi har forsøkt å illustrere viktigheten av hvilken rute et skip seiler. En lang reise fra Vest-Afrika til Kina genererer langt mer tonn-mil etterspørsel per tonn enn det en reise fra Vest-Afrika til Mexicogolfen.

Figur 3.6 Typiske VLCC og Suezmax handlemønstre



Kilde: ABG Sundal Collier - «More oil means more cargo» 2015

⁵⁴ International Energy Agency – "Medium-Term Market Report 2016": 113

Figur 3.7 Sjøbåren import, tonn-mil og gjennomsnittlig distanse

Sjøbåren import - millioner tonn	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Japan	208	182	184	178	182	180	171	169	166	161	161	157	158
Sør-Korea	117	117	119	126	128	123	125	142	148	148	148	148	148
Kina	163	187	219	228	245	254	280	306	315	325	338	349	361
India	128	159	163	168	184	189	189	196	207	216	226	236	241
Asia - andre	165	174	157	166	178	174	176	184	192	200	206	213	220
Australia & New Zealand	24	23	29	27	29	28	26	21	19	21	19	21	21
Nord-Amerika	432	392	399	368	340	288	245	233	234	234	233	233	233
Europa	541	489	489	465	491	464	459	487	488	484	484	484	486
Afrika	15	16	13	14	12	10	12	11	12	12	13	13	13
Latin-Amerika	37	37	32	33	32	35	35	32	32	32	32	32	33
Andre	72	45	67	79	86	91	89	91	96	93	98	93	98
Verden totalt	1,903	1,820	1,872	1,852	1,906	1,837	1,806	1,872	1,908	1,926	1,959	1,980	2,012
Vekst		-4.4%	2.9%	-1.1%	2.9%	-3.7%	-1.7%	3.7%	1.9%	1.0%	1.7%	1.1%	1.6%
Import - milliarder tonn-mil	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Japan	1,350	1,178	1,167	1,141	1,163	1,137	1,073	1,065	1,042	1,014	1,014	989	991
Sør-Korea	691	686	680	743	758	732	751	854	892	890	890	890	892
Kina	1,199	1,341	1,620	1,651	1,823	1,878	2,079	2,252	2,319	2,393	2,494	2,574	2,662
India	328	436	533	532	649	716	791	851	896	936	978	1,021	1,045
Asia - andre	619	650	591	631	676	656	669	711	742	774	796	825	850
Australia & New Zealand	120	116	146	160	149	152	137	107	100	107	100	107	108
Nord-Amerika	2,717	2,245	2,289	2,172	2,120	1,871	1,603	1,444	1,448	1,450	1,444	1,444	1,442
Europa	1,289	1,130	1,131	1,136	1,230	1,151	1,165	1,240	1,243	1,233	1,233	1,233	1,237
Afrika	76	78	64	68	58	51	57	57	59	61	63	65	67
Latin-Amerika	203	207	178	183	184	189	189	172	172	172	174	174	177
Andre	251	80	227	299	353	408	393	392	413	402	422	402	423
Verden totalt	8,845	8,148	8,627	8,714	9,164	8,940	8,909	9,145	9,326	9,432	9,608	9,724	9,893
Vekst		-7.9%	5.9%	1.0%	5.2%	-2.4%	-0.4%	2.7%	2.0%	1.1%	1.9%	1.2%	1.7%
Gjennomsnittlig distanse	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Japan	6,504	6,478	6,355	6,421	6,396	6,312	6,285	6,285	6,285	6,285	6,285	6,285	6,285
Sør-Korea	5,897	5,876	5,703	5,893	5,937	5,948	6,019	6,019	6,019	6,019	6,019	6,019	6,019
Kina	7,342	7,173	7,388	7,226	7,434	7,391	7,435	7,367	7,367	7,367	7,367	7,367	7,367
India	2,563	2,735	3,262	3,170	3,525	3,779	4,191	4,330	4,330	4,330	4,330	4,330	4,330
Asia - andre	3,743	3,738	3,771	3,792	3,793	3,769	3,807	3,867	3,867	3,867	3,867	3,867	3,867
Australia & New Zealand	4,942	5,089	5,029	5,954	5,198	5,374	5,205	5,205	5,205	5,205	5,205	5,205	5,205
Nord-Amerika	6,294	5,720	5,729	5,900	6,239	6,505	6,533	6,198	6,198	6,198	6,198	6,198	6,198
Europa	2,382	2,312	2,312	2,442	2,505	2,481	2,538	2,547	2,547	2,547	2,547	2,547	2,547
Afrika	4,968	4,968	4,968	4,968	4,968	4,968	4,968	4,968	4,968	4,968	4,968	4,968	4,968
Latin-Amerika	5,435	5,666	5,573	5,594	5,734	5,415	5,432	5,384	5,384	5,384	5,384	5,384	5,384
Andre	3,494	1,796	3,395	3,789	4,110	4,492	4,427	4,316	4,316	4,316	4,316	4,316	4,316
Verden totalt	4,647	4,478	4,609	4,706	4,807	4,868	4,934	4,885	4,888	4,896	4,905	4,911	4,918
Vekst		-3.6%	2.9%	2.1%	2.2%	1.3%	1.3%	-1.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%

Kilde: sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence

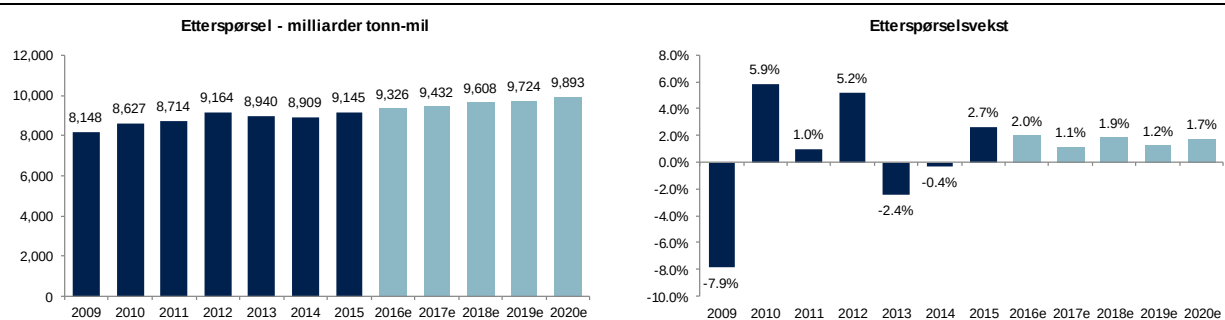
I datasettet fra Clarkson Shipping Intelligence som vi benyttet til å finne historiske sjøbåren importvolumer, har vi også funnet historiske tall på tonn-mil etterspørsel generert fra importen til de samme regionene. Når man har volumet og tonn-mil på hver region kan man kalkulere den gjennomsnittlige distansen på hver av importregionene. Som man kan se i tabellen, har gjennomsnittlig distanse på verdens sjøbåren import ligget relativt stabilt på rundt 4,800 nautiske mil. Variasjonen er stor fra region til region, og man kan se at Europeisk import i gjennomsnitt seiler en distanse på omtrent 2,500 nautiske mil. Sett i sammenheng med resten av verden, er dette en kort reisevei, og kan forklares med at mye av Europas oljeimport er regional. I tillegg kommer store deler av volumene som importeres til Middelhavsregionen fra Vest-Afrika – en kort reise sammenlignet med mange andre. I

motsatt ende av skalaen finner vi Kina, med en gjennomsnittlig distanse på over 7,300 nautiske mil. Dersom man ser på kartet over, vil man enkelt forstå hvorfor Kinesisk import genererer så mange mil i tonn-mil betraktningen.

I vår estimathorisont frem til 2020, vil endringer i distansene kunne ha stor påvirkning på estimert etterspørsel målt i tonn-mil. En fem prosent endring i gjennomsnittlig distanse har en lik effekt på tonn-mil etterspørsel. Fordi det er ekstremt komplisert å estimere hvor volumene av olje skal eksporteres fra og hvor de skal eksporteres til, har vi valgt å holde den gjennomsnittlige distansen per region/land konstant gjennom vår estimathorisont (den gjennomsnittlige distansen på globalt nivå vil endre seg på grunn av endringer i volumene til de forskjellige regionene).

Basert på etterspørselstematene fra IEA, samt våre antakelser om import og gjennomsnittlig distanse, forventer vi en moderat vekst i etterspørsel målt i tonn-mil i årene som kommer. Dette er på linje med utsiktene for utviklingen i verdensøkonomien beskrevet over. Vi forventer en etterspørselsvekst på 2 % i 2016, 1.1 % i 2017 og 1.9 % i 2018. For 2019 og 2020 forventer vi vekst på henholdsvis 1.2 % og 1.7 %.

Figur 3.8 Global oljeetterspørsel og sjøbårne import – volumer og vekst



Kilde: Sammensatt av forfatterne / IEA⁵⁵

En oppsummering av våre estimater kan ses i den følgende tabellen.

⁵⁵ International Energy Agency – "Medium-Term Market Report 2016": 113

Figur 3.9 Oppsummering av våre etterspørselsestimater

Etterspørsel	Kilde:	Enhet:	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Global oljeetterspørsel	IEA	mill. tonn	4,422	4,582	4,428	4,497	4,566	4,619	4,701	4,773	4,825	4,890	4,945	5,018
Vekst		%	-1.1%	3.6%	-3.3%	1.5%	1.5%	1.2%	1.8%	1.5%	1.1%	1.3%	1.1%	1.5%
Sjøbåren oljeimport	Clarkson	mill. tonn	1,820	1,872	1,852	1,906	1,837	1,806	1,872	1,908	1,926	1,959	1,980	2,012
Vekst		%	-4.4%	2.9%	-1.1%	2.9%	-3.7%	-1.7%	3.7%	1.9%	1.0%	1.7%	1.1%	1.6%
Gjennomsnittlig distanse	Clarkson	naut. mil	4,478	4,609	4,706	4,807	4,868	4,934	4,885	4,888	4,896	4,905	4,911	4,918
Vekst		%	-3.6%	2.9%	2.1%	2.2%	1.3%	1.3%	-1.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
Etterspørsel	Clarkson	mrd. tonn-mil	8,148	8,627	8,714	9,164	8,940	8,909	9,145	9,326	9,432	9,608	9,724	9,893
Vekst		%	-7.9%	5.9%	1.0%	5.2%	-2.4%	-0.4%	2.7%	2.0%	1.1%	1.9%	1.2%	1.7%

Kilde: Sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence / IEA

3.1.2 Tilbudet av tankskip

Tilbudet av tankskip er, på grunn av en konstruksjonstid på mellom 1 og 3 år, relativt responderer langsomt til endringer i etterspørselen⁵⁶. I dette avsnittet vil vi prøve å forklare og analysere de faktorene som påvirker tilbudet av tankskip. Ettersom vi vil måle etterspørselen etter tankskip i tonn-mil, er vi nødt til å bruke samme enhet når vi måler tilbudet. Tankskipenes løftekapasitet måles vanligvis i dødvekttonn (dvt), et kommersielt mål som beskriver den totale vekten et skip kan bære av last, drivstoff, forsyninger og besetning. Vi har brukt den anerkjente databasen Clarksons Shipping Intelligence for å kartlegge tilbudssiden av tankskipmarkedet⁵⁷. Når dette er gjort, har vi tonn-faktoren i tonn-mil betraktningen. Vi må deretter gjøre oss opp en mening angående flåtens produktivitet, som vil hjelpe oss å finne ut av mil-faktoren i tonn-mil betraktningen.

3.1.2.1 De fem beslutningstakere

Tilbudet av tankskip styres av fire grupper beslutningstakere; skipseierne, befrakterne, bankene og de finansielle institusjonene, samt tilsynsmyndighetene⁵⁸. I tillegg er skipsverftene ansett som den femte beslutningstakeren. Den følgende tabellen oppsummerer hvilken innflytelse disse har på tilbudet, og hvordan vi mener at situasjonen er i dag.

⁵⁶ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 150

⁵⁷ Clarkson Shipping Intelligence

⁵⁸ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 150

Figur 3.10 De fem beslutningstakere

Beslutningstaker	Innflytelse på tilbudet	Nåværende situasjon
Skipseiere	Bestiller nye skip når markedet forventes å forbedre seg og bestemmer når de ønsker å skrape gammel tonnasje. Skipseierne er alltid profittsøkende.	Tankmarkedet har vært godt de siste to årene, og mange skipseiere føler nok at å bygge nye skip på nåværende tidspunkt vil være å handle på peak. Men fallende nybyggpriser, god kontantstrøm og vedvarende lave oljepriser kan muligens trigge nye ordre.
Befraktere	Kan stimulere nye ordre ved å etterspørre lange tidscertepartier eller om de velger å bli skipseiere selv.	Likviditeten i markedet for lange tidscertepartier er meget begrenset, og befrakterne bruker tilsynelatende spotmarkedet i større grad. Derfor anser vi det som lite sannsynlig at stor etterspørsel etter lange tidscertepartier skal trigge en bølge av nye bestillinger.
Finansielle institusjoner	Tilgjengeligheten på kapital påvirker i hvilken grad skipseierne kan investere i nye skip. I spesielt svake markeder er både tilgjengeligheten på ny kapital samt evnen til betjening av gammel gjeld begrenset, noe som vil redusere tilbudsveksten og som kan føre til skraping av gammel tonnasje.	Finansielle institusjoner er lite villige til å tilby lånefinansiering, og når de gjør det, krever de mer egenkapital (EK). Private Equity er ikke interessert i shipping etter å ha brent seg på investeringer i bulk og container gjennom de siste 5 årene. Nye ordre vil trolig ikke trigges av lett tilgjengelig kapital.
Tilsynsmyndigheter	Påvirker tilbudet gjennom nye sikkerhets- og miljølovgivninger.	Hele tankflåten er nå byttet ut med skip med doble skrog for å redusere sannsynligheten for lekkasjer. Skipene tilpasses i stor grad lokal og internasjonal utslippslovgivning gjennom ombygning heller enn ved å bygge nye skip.
Skipsverft	Skipsverftenes kapasitet og evne til å ta imot nye ordre påvirker hvor mye ny tonnasje som faktisk kan bygges.	Etter at kinesiske verft begynte å bygge VLCCer har kapasiteten mangedoblet seg. Med ordretørke fra andre shippingsegmenter, er det bred enighet om at det nærmest er uendelig med kapasitet. Som følge av krympende ordrebøker er det mange verft som nærmer seg konkurs, og som er desperate etter oppdrag. Dette har ført til lavere priser, noe som potensielt kan trigge flere ordre.

Kilde: Sammensatt av forfatterne / ABG Sundal Collier / TradeWinds

3.1.2.2 Verdens tankflåte

Som vi har vært inne på tidligere, har vi valgt å definere verdens tankflåte som VLCC-, Suezmax- og Aframaxskip. Dette er de tre største klassene av oljetankere, og er skipene som seiler de lange handelsrutene mellom kontinentene.⁵⁹ De mindre båtene – som for eksempel Panamax- og Handysizeskip – brukes hovedsakelig i intraregionale handler eller som shuttletankere fra oljeplattform til land, og de er derfor ikke direkte konkurrenter til VLCC, Suezmax og Aframax. I tillegg er DHT kun eksponert mot nettopp VLCC, Suezmax og Aframax, og vi mener derfor at det gir mening å konsentrere oss om disse.

I den tabell 3.11, illustreres de tre skipstypene basert på løftekapasitet og hva slags handelsruter de vanligvis sysselsetter. VLCC er som sagt den største typen oljetanker, og er skip som har en kapasitet på over 200,000 dwt. De kan typisk laste omtrent 2 millioner fat olje, og gitt den store kapasiteten, er de vanligvis sysselsatt på lange handelsruter som Midtøsten til Asia, Europe og USA. Suezmax er størrelsen under VLCC, og har en kapasitet

⁵⁹ ABG Sundal Collier – “More oil means more cargo” 2015

på mellom 120,000 og 199,999 dwt, noe som gir plass til omtrent 1 millioner fat olje. På grunn av begrensninger i havner og forskjellige kanaler rundt om i verden, er Suezmaxene mer fleksible enn VLCCene, og de sysselsettes derfor på flere typer ruter i tillegg til de lange rutene som VLCCene serviserer. Aframax, den siste klassen vi vil ta med i betraktningen, har en kapasitet på mellom 80,000 og 119,999 dwt, og kan løfte omtrent 0.5 millioner fat olje. Disse skipene seiler stort sett på mindre regionale handelsruter.

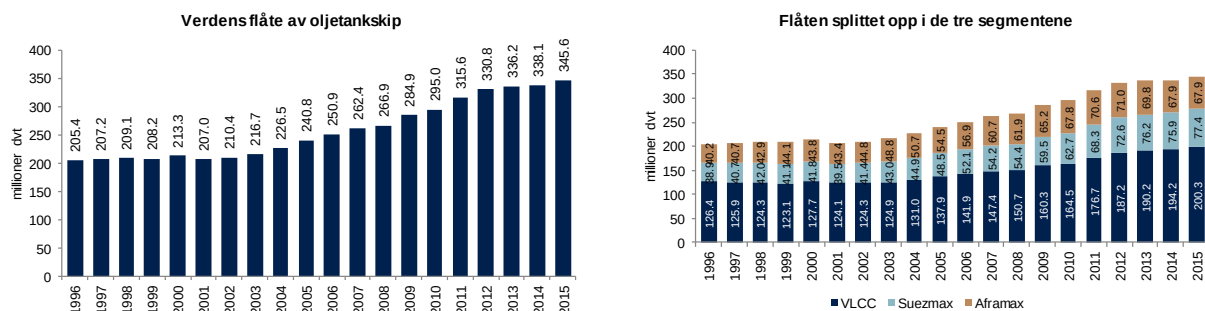
3.11 Skipstyper, kapasitet og typiske handelsruter

Vessel type	DWT	Capacity	Haul	Typical routes
VLCC	200,000 +	2m barrels	Long	MEG-Asia/Europe/US Gulf, WA-Asia/Europe/US Gulf
Suezmax	120 - 199,999	1m barrels	Long/short	A range of trades across a number of major loading zones
Aframax	80 – 119,999	0.5m barrels	Short	Regional trades in North Europe, the Caribbean, the Mediterranean and Asia

Kilde: ABG Sundal Collier - «More oil means more cargo» 2015

Utviklingen i verdensflåten har siden midten av 1990-tallet vært formidabel, og har fra 1996 til 2015 gått fra rett over 200 millioner dwt til nesten 350 millioner dwt. Flåteveksten i denne perioden har vært relativt jevnt fordelt mellom de tre skipsklassene. VLCC-flåten har gått fra 126.4 m dwt i 1996 til 200.3m dwt i 2015, noe som tilsvarer en årlig vekst på 2.5 %. Suezmaxflåten har vokst fra 38.9m dwt i 1996 til 77.4m dwt i 2015, tilsvarende 3.7 % vekst i året, mens Aframaxflåten har vokst med 2.8 % i året fra 40.2m dwt til 67.9m dwt.

3.12 Global flåte



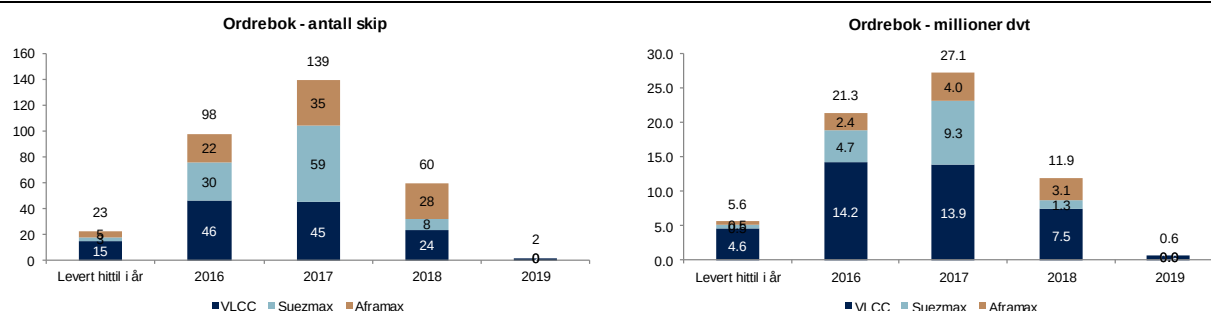
Kilde: Sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence

3.1.2.3 Nybygg

Foreløpig har vi diskutert den historiske utviklingen. Når vi skal estimere tilbudsveksten i årene som kommer, er det derimot hva som vil skje i fremtiden som er viktig. Brutto vekst i den nominelle verdensflåten kan i prinsippet kun skje på en måte, nemlig gjennom bygging av nye skip. I avsnittet om de fem beslutningstakerne, beskrev vi hvordan skipseiere, befraktere, finansielle institusjoner, tilsynsmyndigheter og skipsverftene kan påvirke tilbudssiden. I dette avsnittet vil vi bygge videre på dette.

Vi starter med å se på hvordan ordreboken ser ut for øyeblikket. Igjen har vi benyttet oss av databasen Clarkson Shipping Intelligence, hvor man kan hente ut nåværende ordrebøker. Per dags dato består ordreboken av totalt 299 skip, fordelt på 117 VLCCer, 97 Suezmaxer og 85 Aframaxer. Samlet, utgjør disse skipene 60.9 millioner dwt – 36.1m i VLCC kapasitet, 15.3m i Suezmax kapasitet og 9.6m i Aframax kapasitet. I tillegg er 15 VLCCer, 3 Suezmaxer og 5 Aframaxer allerede levert så langt i år.

Figur 3.13 Ordrebok og forventet levering (år) – antall skip og millioner dwt

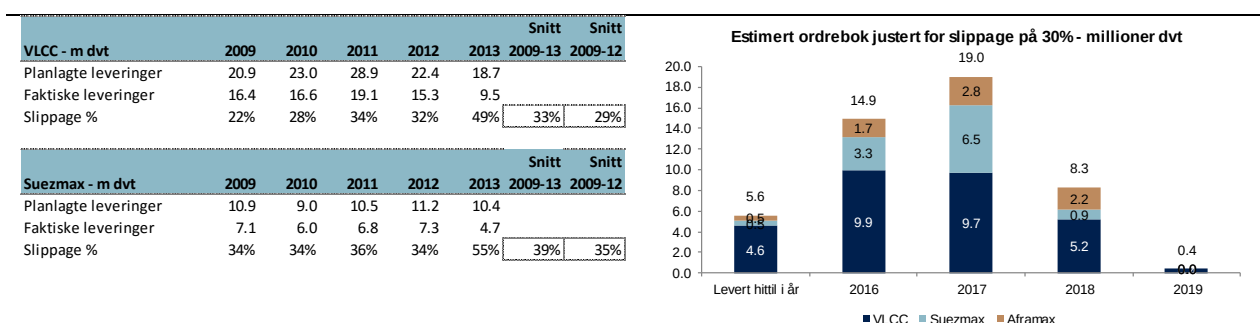


Kilde: Sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence

Tatt i betraktning at det tar 1-3 år fra man bestiller et nytt tankskip til levering, kan man si at brutto flåtevekst over de nærmeste årene er relativt transparent: vi vet hvor mange skip som er under konstruksjon, og vi kjenner til planlagt leveringsdato. Dette er imidlertid ikke hele sannheten. Historisk sett så har nemlig faktiske leveringer vært langt lavere enn planlagte leveringer, noe som kommer av et fenomen man på engelsk kaller for slippage⁶⁰. Dette vil si at de planlagte leveringene enten blir kansellert eller utsatt.

Dersom man ser på slippage i VLCC- og Suezmax-ordrebøkene, kan man se at de i årene 2009 til 2013 snittet på henholdsvis 33 % og 39 %. Denne perioden inkluderer år 2013, hvor slippage var så høy som 49 % for VLCC og 55 % for Suezmax. 2013 var et eksepsjonelt dårlig år for tankselskapene, og de gjorde alt de kunne for å unngå å ta levering av skip de hadde bestilt. Vi mener derfor at det vil være fornuftig å utelate 2013 når man skal komme med et bud på hva som er «normal run rate». I tillegg mener vi at det å velge en lavere slippage, i stedet for en høyere, gjør våre estimer for de neste årene mer konservative. Dette er fordi en høyere slippage rate betyr et lavere estimat på tilbudsvekst. Vi har derfor valgt å bruke slippage på 30 % for hele tankflåten. Når man justerer dagens ordrebok for slippage på 30 %, mener vi at kun 42.7 millioner dvt av den totale ordreboken på 60.9 millioner dvt vil bli levert.

Figur 3.14 Historisk slippage og effekt på dagens ordrebøker



Kilde: Clarkson Shipping Intelligence / Euronav prospect 2015: 129

Vi estimerer derfor, at i tillegg til de 5.6 millioner dvt som allerede er levert i 2016, vil ytterligere 14.9 millioner dvt komme på vannet i løpet av året. Videre estimerer vi totalt 19 millioner dvt i 2017, justert for slippage. Gitt konstruksjonstiden anser vi det som usannsynlig

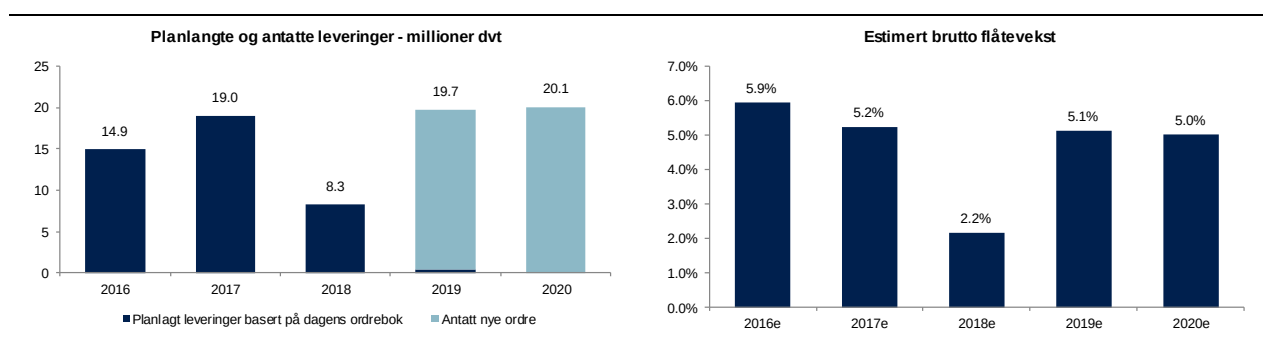
⁶⁰ Euronav prospect 2015: 129

at det vil komme ytterligere ordre med levering i 2016 og 2017. På grunnlag av dette er våre estimater for brutto flåtevekst henholdsvis 20.5 millioner dvt i 2016 og 19 millioner dvt i 2017. Dette gir en brutto flåtevekst i de to årene på 5.9 % og 5.2 %.

Usikkerheten blir derimot større når vi beveger oss inn i 2018 og de påfølgende årene. Per dags dato er den totale ordreboken med forventet levering i 2018, justert for forventet slippage, på 8.3 millioner dvt, og i 2019 kun 0.4 millioner dvt. Fra 1996 til 2015 har det i snitt blitt levert 17.3 millioner dvt per år, og det er derfor meget sannsynlig at det vil komme flere skip med forventet levering i disse årene. I tillegg har skipene et økonomisk liv på mellom 20 og 25 år (se avsnitt om skraping), noe som tilsier at brutto flåtevekst i teorien må være på mellom 4 % og 5 % kun for å opprettholde flåtens størrelse. På den andre siden, beskrev vi i avsnittet om de fem beslutningstakerne at det er få faktorer per dags dato som peker på en ny bølge av nybygg i nær fremtid. Og dersom man skal fylle opp 2018-ordreboken, er man nødt til å legge sine bestillinger snarest. Vi tror derfor at dagens 2018-ordrebok er godt reflekterende for hva som faktisk kommer til å bli levert, og har derfor valgt ikke å legge inn ytterligere leveringer i 2018.

Etter år 2018 er det vanskelig å si noe om kontraheringsaktiviteten, ettersom ordre med levering i 2019 kan kontraheres godt inn i 2017. Vi har derfor valgt å legge inn en leveringstakt på 5 % av primo flåte fra og med 2019. I de følgende grafene kan man se våre antakelser vedrørende brutto flåtevekst over de neste fem årene.

Figur 3.15 Brutto flåtevekst



Kilde: sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence

3.1.2.4 Skraping

Som vi var inne på i avsnittet om nybygg, har tankskip et økonomisk liv på mellom 20 og 25 år. I DHTs regnskaper, baseres for eksempel skipenes avskrivningsprofil på en gjennomsnittlig levetid på 20 år⁶¹. John Fredriksens Frontline bruker på sin side en avskrivningstid på 25 år⁶². Gjennomsnittlig levetid oppgitt av selskapene har åpenbart en viktig implikasjon for regnskapsføringen i selskapene, men den gir oss også, i mangel på annen informasjon, en implikasjon på forventet levetid på skipene.

Skraping av skip vil naturligvis variere meget; i gode markeder vil man typisk vente lenger med å skrape enn det man vil gjøre i dårlige markeder. Det ville for eksempel ikke gi mening å skrape et skip som tjener gode penger, samtidig som det ville være dumt å beholde et gammelt skip som man taper penger på. I tillegg så skal alle skip gjennom såkalte «special surveys» hvert femte år. En special survey innebærer at man «dry docker» skipet for en full gjennomgang av tilstanden. I tillegg er det vanlig å male om skroget og fikse eventuelle svakheter. Slike surveys medfører relativt store omkostninger, gjerne rundt USD 1-3 millioner, avhengig av alderen på skipet. Da er det ganske opplagt at inntjeningen i markedet må kunne forsvare kostnadene ved en slik undersøkelse.

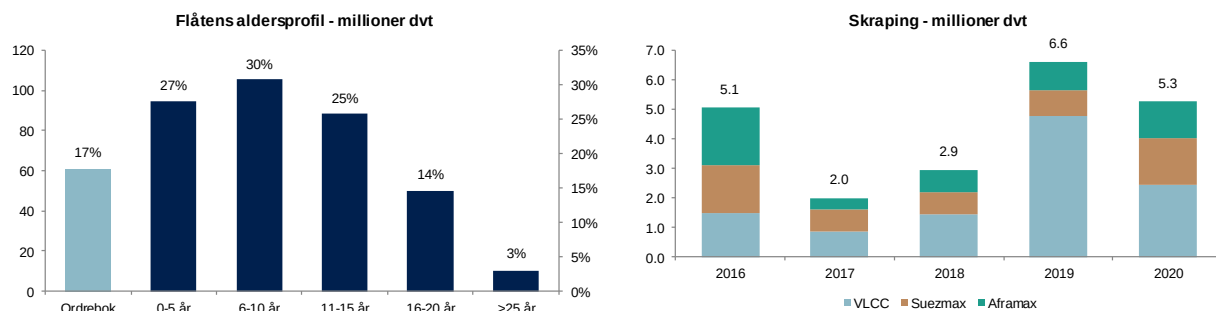
Vi nevnte tidligere at DHT antar et økonomisk liv på 20 år, mens Frontline antar et økonomisk liv på 25 år for sine skip. Når vi ser på flåten, ser dette ut til å stemme veldig godt. Av en total tankflåte på 1786 skip, er kun 57 over 20 år gamle, og av disse er kun 6 mer enn 25 år⁶³. I årene som kommer har vi derfor valgt å anta at all tonnasje skrapes i sitt 23 år (midtpunktet mellom 20 og 25 år). Vi forventer derfor at alle skip bygget i 1993 eller tidligere blir skrapet i 2016, og så videre. I årene fra 2016 til 2020 antar vi at 1.5 %, 0.6 %, 0.8 %, 1.7 % og 1.3 % av primo flåte i de respektive årene skal skrapes. Vi anser våre estimer på skraping som veldig konservative, ettersom historisk skraping har ligget på 4.3 % av primo flåte i årene 1996 til 2015. I grafene under kan man se den nåværende flåtens aldersprofil, samt det vi antar at skal skrapes i forecasthorisonten.

⁶¹ DHT årsrapport 2015: 34

⁶² Frontline årsrapport 2015: 39

⁶³ Clarkson Shipping Intelligence

Figur 3.16 Flåtens aldersprofil og antatt skraping

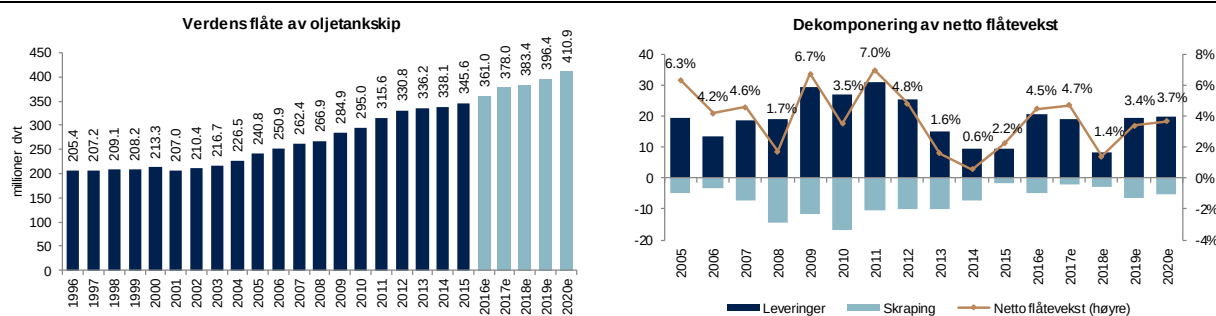


Kilde: sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence

3.1.2.5 Netto flåtevekst

Vi har nå beskrevet våre antakelser angående nybygg og skraping, og er derfor klare for å kartlegge hva nettoeffekten av dette blir. Vi omtaler dette som netto flåtevekst. Over de neste fem årene, estimerer vi netto flåtevekst til å være 4.5 %, 4.7 %, 1.4 %, 3.4 % og 3.7 %.

Figur 3.17 Flåteutvikling og netto flåtevekst



Kilde: sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence

Figur 3.18 Oppsummering av nominell tilbudsvekst

Tilbud	Clarkson:	Enhet:	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Flåte primo	VLCC	mill. dvt	150.7	160.3	164.5	176.7	187.2	190.2	194.2	200.3	213.3	222.1	225.9	232.8
	Suezmax	mill. dvt	54.4	59.5	62.7	68.3	72.6	76.2	75.9	77.4	79.6	85.3	85.5	88.9
	Aframax	mill. dvt	61.9	65.2	67.8	70.6	71.0	69.8	67.9	67.9	68.2	70.6	72.0	74.6
	Total	mill. dvt	266.9	284.9	295.0	315.6	330.8	336.2	338.1	345.6	361.0	378.0	383.4	396.4
Leveringer	VLCC	mill. dvt	16.4	16.6	19.1	15.3	9.5	7.6	7.2	14.5	9.7	5.2	11.7	11.6
	Suezmax	mill. dvt	7.1	6.0	6.8	7.3	4.7	1.3	1.7	3.8	6.5	0.9	4.3	4.4
	Aframax	mill. dvt	6.0	4.3	5.1	2.6	1.0	0.4	0.4	2.3	2.8	2.2	3.6	3.7
	Total	mill. dvt	29.6	26.9	31.0	25.3	15.2	9.3	9.3	20.5	19.0	8.3	19.6	19.8
Skraping	VLCC	mill. dvt	-6.8	-12.4	-6.9	-4.8	-6.5	-3.6	-1.1	-1.5	-0.9	-1.4	-4.8	-2.4
	Suezmax	mill. dvt	-2.0	-2.8	-1.1	-3.0	-1.2	-1.5	-0.2	-1.6	-0.7	-0.7	-0.9	-1.6
	Aframax	mill. dvt	-2.7	-1.7	-2.3	-2.2	-2.2	-2.4	-0.4	-2.0	-0.4	-0.8	-1.0	-1.2
	Total	mill. dvt	-11.5	-16.8	-10.4	-10.0	-9.8	-7.4	-1.8	-5.1	-2.0	-2.9	-6.6	-5.3
Flåte ultimo	VLCC	mill. dvt	160.3	164.5	176.7	187.2	190.2	194.2	200.3	213.3	222.1	225.9	232.8	242.1
	Suezmax	mill. dvt	59.5	62.7	68.3	72.6	76.2	75.9	77.4	79.6	85.3	85.5	88.9	91.7
	Aframax	mill. dvt	65.2	67.8	70.6	71.0	69.8	67.9	67.9	68.2	70.6	72.0	74.6	77.1
	Total	mill. dvt	284.9	295.0	315.6	330.8	336.2	338.1	345.6	361.0	378.0	383.4	396.4	410.9
Flåtevekst		%	6.7%	3.5%	7.0%	4.8%	1.6%	0.6%	2.2%	4.5%	4.7%	1.4%	3.4%	3.7%
Flåte snitt primo-ultimo		mill. dvt	275.9	290.0	305.3	323.2	333.5	337.1	341.8	353.3	369.5	380.7	389.9	403.6
Vekst		%	4.3%	5.1%	5.3%	5.9%	3.2%	1.1%	1.4%	3.4%	4.6%	3.0%	2.4%	3.5%

Kilde: sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence

3.1.2.6 Flåtens produktivitet

Ved å estimere netto flåtevekst over de neste fem årene, har vi fastslått hvordan kapasiteten målt i dvt vil se ut over de neste fem årene. Dette forteller dog ikke hele sannheten; selv om flåten er fast i størrelse, så legger flåtens produktivitet til et element av fleksibilitet⁶⁴. Flåtens produktivitet målt i tonn-mil per dødvekt avhenger ifølge Stopford av fire hovedfaktorer: hastighet, tid i havn, dødvektutnyttelse og lastede dager på havet⁶⁵. Hastigheten bestemmer tiden det tar for et skip å reise fra A til B, og en lavere hastighet vil redusere flåtens kapasitet. På samme måte er tiden et skip bruker i havn en viktig driver av flåtens produktivitet, og dersom et skip må vente lenge i kø for å tømme lasten, vil det redusere den tilgjengelige transportkapasiteten. Den tredje faktoren, dødvektutnyttelsen, spiller naturligvis også en rolle. Dødvekt er et mål på den totale vekten et skip kan lastes med, og inkluderer derfor bunker og andre nødvendigheter. En tommelfingerregel er at for tankskip, så er dødvektutnyttelsen på 96 %⁶⁶. Som siste ledd i flåteproduktivitetslikningen finner vi de lastede dagene på havet, som refererer til antall dager man seiler med last, og er det motsatte av uproduktive dager (dager i ballast, havn eller off-hire).

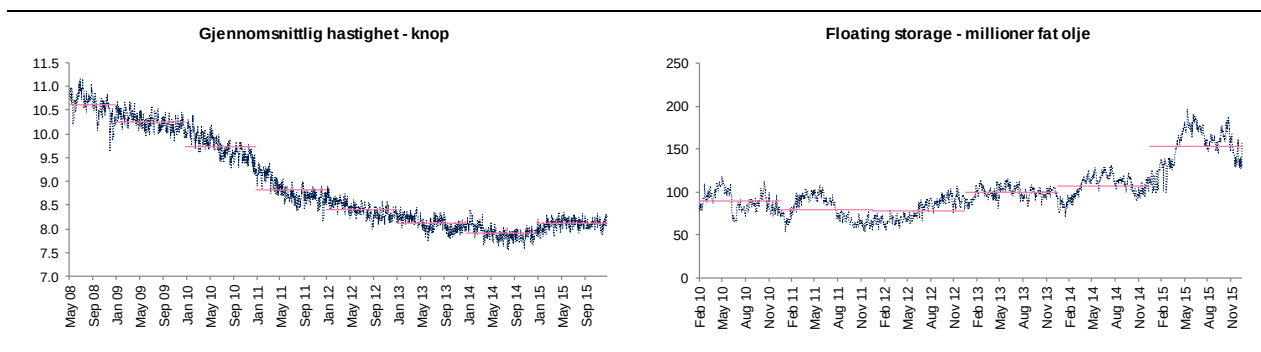
⁶⁴ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 154

⁶⁵ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 155

⁶⁶ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 156

Hastigheten som skipene seiler har siden finanskrisen utviklet seg ganske signifikant. «Slow steaming» ble det nye «normal steaming», og effekten har vært en redusert tilbudsside. I følgende graf har vi illustrert utviklingen i gjennomsnittlig hastighet for tankskip siden 2008. Vi har valgt å la hastigheten være konstant på samme nivå som i 2015 (8.1 knop) gjennom forecast-perioden vår.

Figur 3.19 Gjennomsnittlig hastighet og millioner fat olje i «floating storage»



Kilde: sammensatt av forfatterne / Bloomberg

I grafen til høyre kan man se utviklingen i «floating storage» – eller lagring av olje på tankskip – målt i millioner fat. «Floating storage» kan vanligvis oppstå av to årsaker; som følge av kø i havner, samt når man ser kontango i oljemarkedet⁶⁷. Kontango er navnet på situasjonen når forwardkurven peker oppover – altså når forwardprisene er høyere enn spotpris. I en slik situasjon vil det kunne være profitabelt å leie et tankskip, kjøpe olje til spot, lagre oljen på skipet, og selge forward. For at dette skal være profitabelt, må differansen på spotten og forwardprisen minimum være stor nok til å dekke omkostningene ved å leie skipet. Ettersom vi ikke har noen formening om hvordan forwardkurven vil utvikle seg fremover (dette er utenfor denne avhandlingens omfang), har vi valgt å holde «floating storage» konstant gjennom forecast-horisonten. For å kunne si noe om hvilken innvirkning «floating storage» har på flåteproduktiviteten, er vi nødt til å regne om til samme måleenhet, nemlig millioner dvt. Utrekningene er vist i figur 3.20.

⁶⁷ DNB Markets (2015) – «Crude Tankers – Possible upside on US crude import»: 10

Figur 3.20 «Floating storage» – fra millioner fat til millioner dvt

A: flåte i mill dvt		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VLCC	mill dvt	149.1	155.5	162.4	170.6	181.9	188.7	192.2	197.3
Suezmax	mill dvt	54.3	56.9	61.1	65.5	70.5	74.4	76.1	76.7
Aframax	mill dvt	61.3	63.5	66.5	69.2	70.8	70.4	68.8	67.9
Total	mill dvt	264.6	275.9	290.0	305.3	323.2	333.5	337.1	341.8
B: flåte i # skip		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VLCC	# skip	503	520	539	562	596	616	626	642
Suezmax	# skip	356	372	398	425	456	481	491	495
Aframax	# skip	591	607	631	653	665	659	642	631
Total	# skip	1,450	1,499	1,567	1,639	1,716	1,755	1,759	1,767
C=A/B: snittkapasitet per skip		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VLCC	dvt	296,368	299,018	301,536	303,769	305,264	306,351	307,069	307,506
Suezmax	dvt	152,504	153,036	153,694	154,311	154,720	154,840	154,908	155,030
Aframax	dvt	103,693	104,631	105,448	106,062	106,542	106,912	107,304	107,581
Gjennomsnitt	dvt	182,515	184,076	185,098	186,315	188,350	190,036	191,709	193,441
D: løftekapasitet per skip		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VLCC	fat	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
Suezmax	fat	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
Aframax	fat	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
Vektet gjennomsnitt	fat	1,447,510	1,448,425	1,445,359	1,445,379	1,453,385	1,460,285	1,468,103	1,477,817
E=D/C: fat olje per dvt		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VLCC		6.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.5	6.5	6.5
Suezmax		6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
Aframax		4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.6
Vektet gjennomsnitt		7.9	7.9	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7	7.6
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fat olje i storage/congestion	mill fat	120	80	90	79	79	99	107	152
Millioner dvt i floating storage		15.1	10.2	11.5	10.2	10.2	12.9	13.9	20.0

Kilde: sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence / Bloomberg

I 2015 var det altså i snitt 152 millioner fat olje i «floating storage». Basert på at ett dvt i snitt kan bære 7.6 fat olje, har vi beregnet at 20 millioner dvt ble tatt ut av «floating storage» i 2015. Dette er også vårt estimat for årene som kommer.

Den siste variabelen i flåtens produktivitet, er lastede dager på havet. Ifølge Stopford, skal tilbud og etterspørsel være lik hverandre, og hvis tilbudet er høyere enn etterspørselen, vil flåtens produktivitet tilpasses slik at de igjen matcher hverandre⁶⁸. Vi har i de foregående avsnittene forklart at vi har valgt å holde hastighet og «floating storage» konstant gjennom hele forecast-perioden. Den siste variabelen vi kan justere i produktivetslikningen er derfor lastede dager på havet. Vi mener også at dette er en fornuftig tankegang, da lastede dager på havet er et godt mål på den reelle aktiviteten i shippingmarkedet.

⁶⁸ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 722

Figur 3.21 Flåtens produktivitet

Flåteproduktivitet	Kilde:	Enhet:	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Flåte snitt primo-ultimo		mill. dvt	275.9	290.0	305.3	323.2	333.5	337.1	341.8	353.3	369.5	380.7	389.9	403.6
Vekst		%	4.3%	5.1%	5.3%	5.9%	3.2%	1.1%	1.4%	3.4%	4.6%	3.0%	2.4%	3.5%
Floating storage	Bloomberg	mill. dvt	10.2	11.5	10.2	10.2	12.9	13.9	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Vekst		%	-32.8%	13.0%	-11.2%	-0.2%	26.8%	7.9%	43.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Flåte justert for floating storage			265.8	278.5	295.1	313.0	320.6	323.2	321.9	333.3	349.6	360.7	369.9	383.7
Vekst		%	6.5%	4.8%	6.0%	6.1%	2.4%	0.8%	-0.4%	3.6%	4.9%	3.2%	2.5%	3.7%
Timer per døgn		timer	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
Hastighet	Bloomberg	knop	10.3	9.7	8.8	8.4	8.1	7.9	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
Lastede dager på havet		dager	130	138	145	151	149	151	152	150	144	143	141	138
Dødvaktutnyttelse	Stopford	%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
Flåtens produktivitet		tonn-mil pr år pr dvt	30,659	30,980	29,533	29,275	27,887	27,565	28,413	27,977	26,982	26,635	26,289	25,785
Vekst		%	-13.5%	1.0%	-4.7%	-0.9%	-4.7%	-1.2%	3.1%	-1.5%	-3.6%	-1.3%	-1.3%	-1.9%
Tilbud		mrd. tonn-mil	8,148	8,627	8,714	9,164	8,940	8,909	9,145	9,326	9,432	9,608	9,724	9,893
Vekst		%	-7.9%	5.9%	1.0%	5.2%	-2.4%	-0.4%	2.7%	2.0%	1.1%	1.9%	1.2%	1.7%
Etterspørsel		mrd. tonn-mil	8,148	8,627	8,714	9,164	8,940	8,909	9,145	9,326	9,432	9,608	9,724	9,893
Vekst		%	-7.9%	5.9%	1.0%	5.2%	-2.4%	-0.4%	2.7%	2.0%	1.1%	1.9%	1.2%	1.7%

Kilde: Sammensatt av forfatterne / Clarkson Shipping Intelligence

Som man kan se i tabellen over (vi har markert lastede dager på havet i rødt), så forventer vi en fallende trend fra toppen på 152 dager per skip per år i 2015 til 138 dager i 2020. Ifølge Stopford, har tankskip i normale år 137 lastede dager på havet, og vi argumenterer derfor for at vi i vårt siste forecastår har kommet til en markedsbalanse⁶⁹. Videre, sier Stopford at de resterende operative dagene i løpet av et år består av 111 dager i ballast og 40 dager til lasting og lossing⁷⁰. De resterende dagene er såkalte uproduktive dager. Med dette kan vi regne oss frem til flåteutnyttelsen.

Figur 3.22 Flåteutnyttelse

Flåteutnyttelse - dager per skip		Enhet:	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Lastede dager på havet	A	Dager	145	130	138	145	151	149	151	152	150	144	143	141	138
Ballast	B	Dager	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111	111
Lasting og lossing	C	Dager	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Annet - opplag, reparasjon, etc.	D	Dager	69	84	76	69	63	65	63	62	64	70	71	73	76
Total	T= A+B+C+D	Dager	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
Operative dager	O = T-D	Dager	296	281	289	296	302	300	302	303	301	295	294	292	289
Flåteutnyttelse	U = O/T	% av totale dager	81%	77%	79%	81%	83%	82%	83%	83%	82%	81%	80%	80%	79%

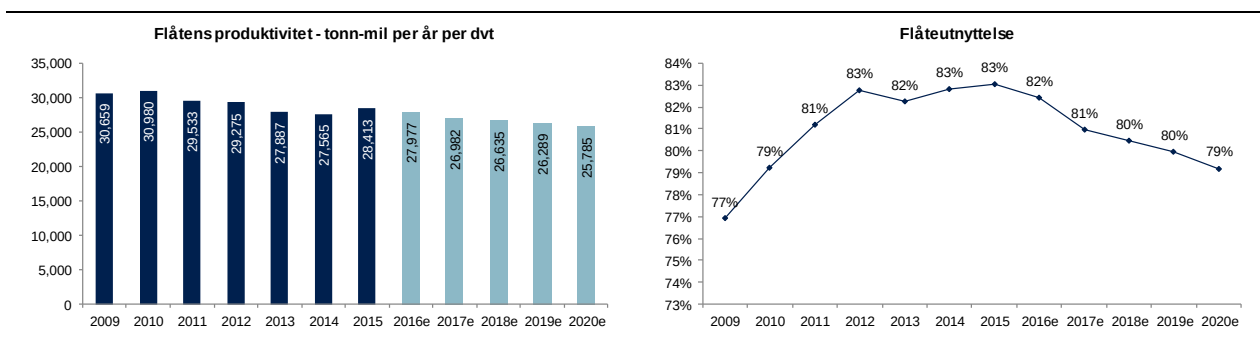
Kilde: sammensatt av forfatterne / Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed

Vår analyse av tankmarkedet kulminerer altså ned til dette – aktivitetsnivået i tankflåten. Som vi nevnte over, mener vi at vi i det siste året av vår forecast-periode har kommet frem til et normalisert marked, og at i et slikt marked ligger flåteutnyttelsen på omtrent 80 %, med rundt 137 lastede dager på havet i året.

⁶⁹ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 155

⁷⁰ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 155

Figur 3.23 Flåtens produktivitet og flåteutnyttelse



Kilde: Sammensatt av forfatterne

3.1.3 Fraktrate-mekanismen

Den siste delen av Stopfords Shipping Market Model er balansen mellom tilbud og etterspørsel, og hvordan den påvirker fraktratene. Etterspørselen er relativt uelastisk til endringer i fraktratene på grunn av at frakt utgjør en så liten del av lasten som fraktes og fordi det finnes begrenset (i enkelte tilfeller ingen) med substitutter til frakt på skip⁷¹. Tilbudet er generelt sett uelastisk i det korte bildet, ettersom skraping og opplag da er ubetydelig⁷². Som hovedregel kan man si at tilbudet alltid vil holde følge med etterspørselen på lang sikt, noe som gjør langsiktige markeder med superprofitt usannsynlige⁷³. Fraktratene er derfor meget volatile, og bestemmes ut fra den til enhver tid gjeldende balansen mellom tilbud og etterspørsel. Basert på avsnittene om tilbud og etterspørsel, forventer vi at aktivitetsnivået er på en fallende trend, og at markedet vil nærme seg en normalisering i vårt siste forecast-år 2020.

Dagsrater

Redere kan velge mellom to forskjellige markeder for sysselsetting av skip; spotmarkedet og periodemarkedet. Vi har tidligere vært inn på hvordan DHTs kontraktsdekning ser ut i dag. Begge markedene er like viktige for rederne – spot gir en direkte eksponering mot markedet, mens periodemarkedet gir en sikker, fast inntjening. Rederne allokterer deres flåte mellom spot og periodemarkedet basert på forventninger til det fremtidige markedet. Lange

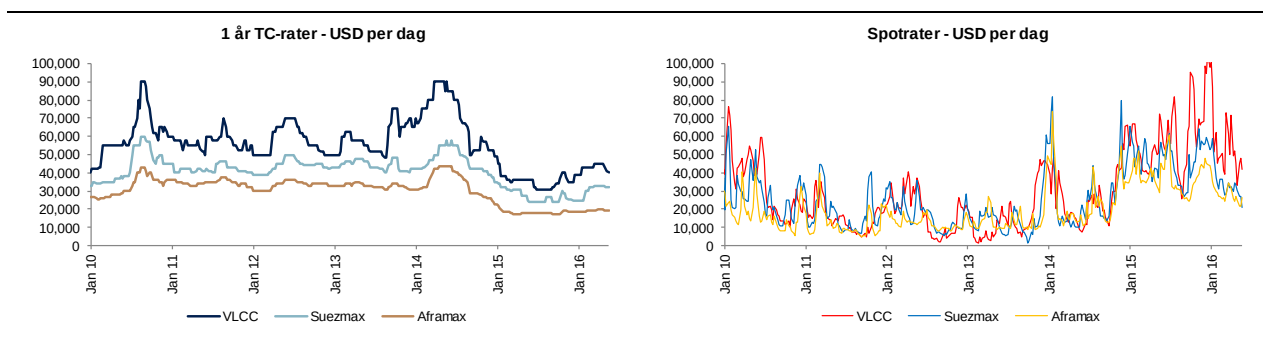
⁷¹ Se Porters Five Forces - Substitutter

⁷² Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 158-160

⁷³ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 134

tidscertepartier gir som sagt en sikrere inntjening og høyere flåteutnyttelse, mens spotmarkedet typisk gir lavere utnyttelse og stor ratevolatilitet i det korte bildet. Forskjellen i volatiliteten og det absolutte nivået på spotrater og tidscertepartirater er illustrert i de følgende grafene.

Figur 3.24 Flåtens produktivitet og flåteutnyttelse



Kilde: sammensatt av forfatterne / Clarkson

3.1.4 Konklusjon til shipping market model

I takt med en moderat voksende global økonomi, forventes også global oljeetterspørsel å vokse moderat i årene som kommer. Mange av landene som forventes å være nøkkeldrivere av vekst i oljeetterspørsel er land med begrensede oljeressurser i umiddelbar geografisk nærhet, og disse vil i stor grad være avhengig av oljeimport for å dekke forventet etterspørsel. Derfor forventer vi at etterspørselen etter tankskip vil vokse marginalt hurtigere enn den underliggende oljeetterspørselen. Ettersom disse landene historisk har importert oljen over litt lengre distanser enn snittet for verden, forventer vi at etterspørselen målt i tonn-mil vil øke marginalt hurtigere enn volumene som importeres.

På tilbudssiden forventer vi en akselererende leveringstakt over de nest to årene, mens skraping ikke vil bli en signifikant faktor. Den nominelle flåten vil dermed vokse langt raskere enn etterspørselen. Dette vil bidra til å redusere flåteproduktiviteten, og dermed også flåteutnyttelsen. Markedet forventes dermed å bli gradvis dårligere før det når en normalisering i vårt siste forecast-år 2020. Dette forventes å gi utslag på ratene både i spotmarkedet og i periodemarkedet.

3.2 «Porters Five Forces»

Hvor attraktiv en industri fremstår, er hovedsakelig et resultat av mulighetene til å generere en avkastning lik eller høyere enn kapitalkostnadene. Generelt kan attraktiviteten til en industri knyttes opp mot det kompetitive landskapet, jo høyere konkurransen er, jo lavere vil sjansene for å oppnå unormal avkastning være⁷⁴. På grunnlag av dette, er det meget viktig for en investor å analysere de forskjellige kreftene som påvirker konkurransen, og derfor inntjeningspotensialet.

3.2.1 Konkurransen fra substitutter

Substitutter utgjør en trussel for tankindustriens levebrød, men det kan være vanskelig å avgjøre hvordan substitutter som fornybar energi vil påvirke industrien på kort- og lang sikt. Dette er et komplisert spørsmål med mange mulige utfall, men vi vil forsøke å belyse de faktorene som kan utgjøre en trussel for DHT. For å analysere substituttene har vi valgt å dele de inn i to hovedtyper:

1. Substitutter for transport av olje
2. Energi substitutter

3.2.1.1 Substitutter for transport av olje

Shale oil har hatt en stor påvirkning på USAs oljeimport de siste årene. De har gått fra å være en klar netto importør til å få et stadig økende oljelager. I tillegg ser vi nye investeringer og utforskning av oljesand i Canada. Dette kombinert med en økning i bruk og utbygging av nye oljerør, fremstår dette som en trussel for tankskipenes sysselsetting. Over perioden 2010 til 2014 økte blant annet transporten av råolje i rør med 30.8 %⁷⁵. Det er også verdt å nevne at store prosjekter, som utbyggingen av «Keystone XL pipeline», kan utgjøre en trussel for tankmarkedet i fremtiden. Dette prosjektet er foreløpig lagt på is av Obama administrasjonen, men avgjørelsen er blitt utfordret av Trans Canada⁷⁶. Hvis dette prosjektet

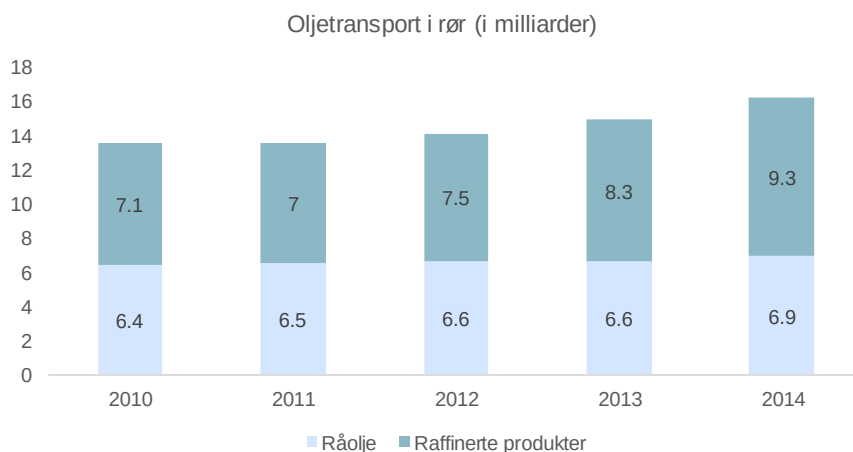
⁷⁴ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 189

⁷⁵ “US Liquids pipeline usage & mileage report” – AOPL 2015

⁷⁶ “Keystone XL pipeline project” – Transcanada 2015

til formodning blir gjennomført, og i tillegg blir en stor suksess, kan det trigge ytterligere rørprosjekter både i USA og utlandet.

Figur 3.25 Utvikling oljetransport



Kilde: Sammensatt av forfatterne / "US Liquids liquids pipeline usage & milage report" – AOPL 2015

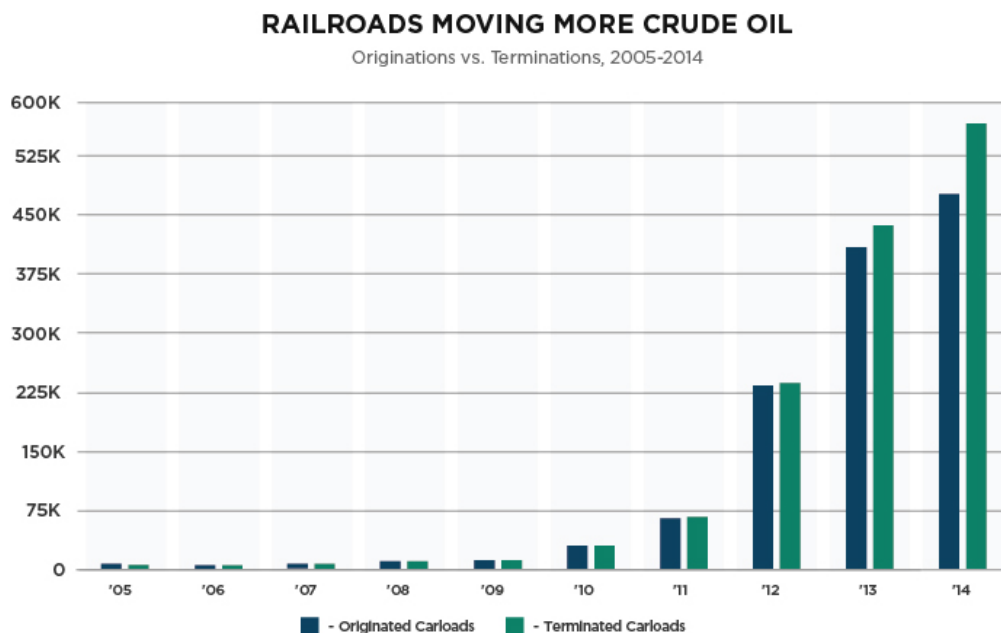
Et større nettverk av rørledninger over hele verden er en trussel for skipseiere. På den andre siden er anlegning av rørledninger for oljetransport store investeringer som krever nøye og langsiktig planlegging. De har også høstet mye motstand fra miljøforkjemper, da oljesøl grunnet rørledninger er et vesentlig større problem enn fra oljetankere⁷⁷.

Tog blir også i større grad benyttet for transport av råolje, spesielt fra produksjonsområdene til raffineriene i USA. Med denne direkte kilden av råolje fra hjemlig produksjon, har importen fra fremmede land falt både til raffineri på østkysten og vestkysten⁷⁸. Økende bruk og investeringer i jernbanen over hele verden, utgjør en trussel for DHT.

⁷⁷ "Pick your poison for crude" – Forbes 26.04.2014

⁷⁸ "Pick your poison for crude" – Forbes 26.04.2014

Figur 3.26 Utvikling oljetransport ved jernbane



Kilde: "Crude oil by rail" – Association of American railroads 2015

Vi har valgt å benytte USA som en proxy for verden i dette avsnittet. Grunnen til dette er at informasjon vedrørende bruk av rør og tog til frakt av olje på verdensbasis er vanskelig å oppdrive. I tillegg er det interessant å se hva Amerikas nylige økning i hjemlig produksjon har gjort med bruken av de ulike transportmetodene.

Samlet har man sett en stor økning i både bruk av rør og tog, men dette kommer hovedsakelig av den økte hjemlige produksjonen. Økningen på verdensbasis er nok ikke like stor, men det er naturlig å anta en økning blant substituttene også her. Det er viktig å påpeke at rør og tog er underlagt visse fysiske begrensninger. Det vil for eksempel være vanskelig å frakte olje fra USA til Japan med noe annet transportmiddel enn tankskip.

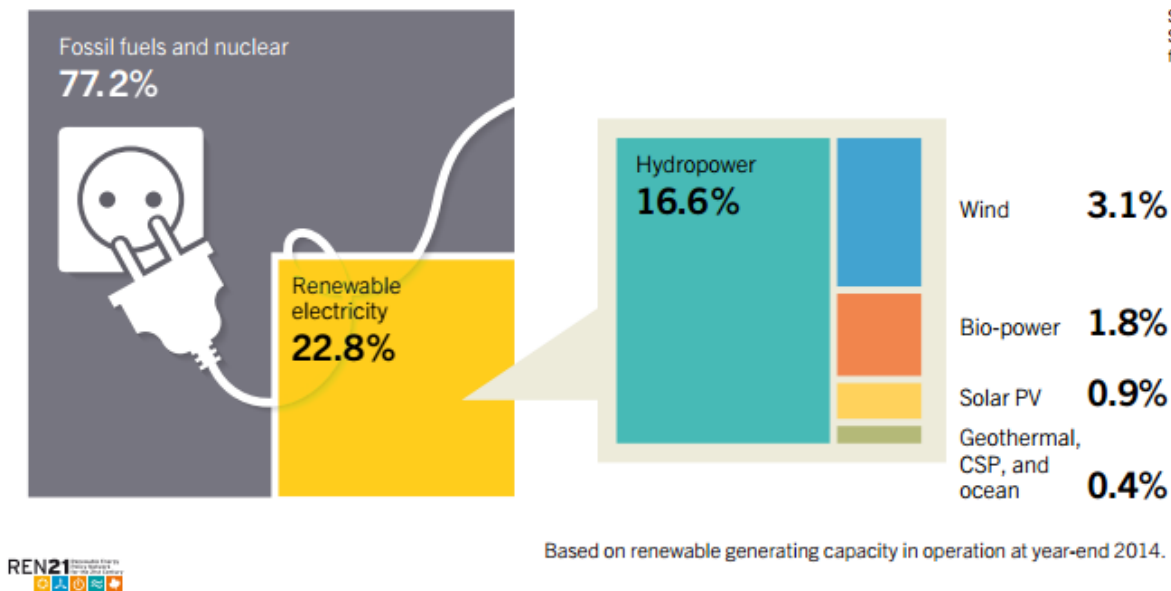
3.2.1.2 Energi substitutter

Verden har de siste årene sett en kraftig akselerasjon i både investeringer og utvikling innen fornybar energi. I 2014, sto fornybar energi for 25 % av energibruken som gikk til oppvarming og nedkjøling⁷⁹. I transportsektoren er derimot bruk av fornybar energi relativt liten, kun 3.5

⁷⁹ "Renewable 2015 Global status report" – Ren21 2015: 33

% av den totale etterspørselen⁸⁰. Fra 2013 til 2014 økte den totale andelen fornybar energi i den globale elektrisitetsproduksjonen fra 19.1 % til 22.8 %. Hvor vannkraft, vind og biokraft var de tre største formene for fornybar energi⁸¹.

Figur 3.27 Energimiksen



Kilde: "Renewable 2015 Global status report" / Ren21 2015

Mye av denne økningen kom fra Asia, med Kina i spissen har det blitt opprettet en rekke nye solcelleparker og vannkraftverk. I Europa var 78 % av økningen i kraftkapasitet representert ved fornybar energi. Skottland forsynte nesten 50 % av sitt energibehov med fornybar kraft i 2014. I USA har man sett en markant økning i solcelle- og vindkraftmarkedet de siste årene, i tillegg til en satsning på naturgass. I Afrika har det vært en eksplosiv utvikling i installasjoner av nye kraftverk basert på fornybar energi. Sør-Afrika har seilt opp som verdens niende største solenergimarked, foran land som India. I tillegg satser de på utbygging av vindkraft. I land som Kenya og Rwanda satses det tungt på henholdsvis geotermisk energi og vannkraft⁸².

Denne raske veksten av fornybar energi skaper både utfordringer og muligheter. Man ser tendenser til at land med et økende behov for strøm, bygger kraftverk basert på fornybar

⁸⁰ "Renewable 2015 Global status report" – Ren21 2015: 35

⁸¹ "Renewable 2015 Global status report" – Ren21 2015: 31

⁸² "Renewable 2015 Global status report" – Ren21 2015: 30-31

energi og fossile brennstoff parallelt, for å møte den økende etterspørselen. I land med meget langsom eller negativ vekst i elektrisitetsforbruket (eksempelvis flere OECD-land), fortsetter fornybar energi og spise andeler fra fossilt brennstoff.

Man skulle tro den svekkede oljeprisen ville sette en stopper for den foreløpige veksten i fornybar energi, men en artikkel publisert av McKinsey argumenterer med fire hovedgrunner til at linken mellom olje og fornybar energi ser ut til å svekkes⁸³:

- De opererer i forskjellige markeder. Olje benyttes hovedsakelig til transport, som biler, lastebiler og fly. Det benyttes i veldig liten grad til strømproduksjon
- Økonomien ved utvinning av fornybar energi blir stadig bedre. Kort fortalt gjør en mer effektiv teknologi, i tillegg til stordriftsfordeler, at fornybar energi blir billigere dag for dag.
- Den globale energidynamikken endres. Da fornybar energi historisk sett har vært relativt dyrt, har mesteparten av investeringene hovedsakelig kommet fra høyt utviklede land (OECD-land). Oljerike land, mange lokalisert steder på jorden som er godt egnet for solenergiproduksjon, har ikke villet investere i fornybar energi da de har hatt stor tilgang til billig olje. Disse oppfatningene er i ferd med å endre seg, samtidig som fornybar energi blir billigere ønsker stadig flere land å investere i dette.
- Teknologien blir bedre. Et godt eksempel er solcellepaneler som de siste årene har blitt mulig å produsere ved hjelp av 3D-teknologi. Dette gjør det enklere å produsere solcellepaneler hvor som helst i verden.

Olje vil ikke bli erstattet over natten, men fornybare energikilder er voksende og av mange sett på som fremtiden. Alternativene utgjør helt klart en trussel for etterspørselen etter frakt av olje på lang sikt, men behovet for olje til transportsektoren er fortsatt stor. Investeringer og utvikling av elbiler og hydrogenbiler er økende, og et konkurransedyktig alternativ for de konvensjonelle forbrenningsmotorene virker å være på vei, spørsmålet er hvor fort denne prosessen vil ta.

⁸³ "Lower oil prices but more renewables" – Scott Nyquist 01.06.2015

Vi konkluderer med trussel fra transport substitutter til å være lav og trussel fra energi substitutter til å være begrenset på kort sikt.

3.2.2 Trussel fra nye inntrengere (Inngangsbarrierer)

For å kunne analysere hvorvidt nye aktører medfører en trussel for tankindustrien, må vi undersøke inngangsbarrierene. Faktorene som påvirker evnen til å entre markedet er verftskapasitet, kompleksitet i operasjon, byggetid, kapitalkrav, juridiske barrierer og stordriftsfordeler.

Tankskip anses som medium komplekse å konstruere sammenlignet med andre shippingsegment. Selve konstruksjonen av et skip tar som regel 9 til 12 måneder, men leveringen av skipet skjer ofte på et senere tidspunkt⁸⁴. I perioder med høy etterspørsel kan denne tidshorisonten strekke seg til både 2 og 3 år. Den globale skipsbyggingen er konsentrert i Kina, Sør Korea og Japan. Konsentrasjonen er et resultat av stordriftsfordeler, konstruksjonsteknikker og de prohibitive kostnadene ved å bygge andre steder i verden. Samlet, står disse tre landene for 80 % av global skipsproduksjon⁸⁵.

Nybyggsprisen på en oljetanker var i januar 2014 på 100 millioner USD for VLCC og 63 millioner USD for Suezmax. annenhåndsprisene lå på 78 millioner USD for VLCC og 59 millioner USD for Suezmax⁸⁶. Samlet sett er tankmarkedet en kapitaltung industri, og medium til stor operasjonsstørrelse er nødvendig for å være effektiv. Eiere kan oppleve fordeler ved å bestille mange skip samtidig, da det å operere identiske skip krever mindre mannskapstrening og kan føre til stordriftsfordeler.

Lokale og statlige lover influerer også mulighetene for å entre markedet. Det er strenge krav for å beskytte miljøet, i tillegg til mannskapets sikkerhet⁸⁷. Videre opererer alle de såkalte «oil-majorsene» (kundene) med «vetting». Dette går ut på at selskapene som vil gjøre forretninger med dem, må bli godkjent av «vetting teams»⁸⁸. Disse «vetting teamsene»

⁸⁴ Euronav – Prosepctus: 135

⁸⁵ Euronav – Prosepctus: 135

⁸⁶ Euronav – Prosepctus: 136

⁸⁷ “Tanker safety preventing accidental pollution” – IMO 2015

⁸⁸ “Vetting and clearance” – BP 2016

undersøker om selskapet opprettholder standarder innen miljø og sikkerhet. For nye aktører kan det være vanskelig å oppnå en høy rating uten noen form for sikkerhets- eller miljøhistorikk å vise til.

Oppsummert kan det konkluderes med at trusselen fra nye inntrengere helt klart utgjør et element DHT må ta høyde for. Bransjen er ikke upreget kompleks, hverken med tanke på konstruksjon av skip eller trening av mannskap. Den største barrieren for potensielle inntrengere er kapitalkravet i tillegg til anskaffelse av en erfaren ledelse med gode bransjekunnskaper.

Vi konkluderer med trussel fra nye inntrengere til å være medium for DHT.

3.2.3 Kjøpers forhandlingskraft

Styrken på forhandlingskraften tankselskaper møter avhenger av to faktorer: kjøpers prissensitivitet og relative forhandlingskraft. Tankselskapenes kunder består av alt fra verdens oljeselskaper til spekulanter som ønsker å lagre olje. På den andre siden er shippingmarkedet meget effektivt, noe som medfører muligheter for skipseiere å flytte skipene hurtig til mer lønnsomme markeder.

Hovedsakelig er DHTs største kunder såkalte «oil-majors», selskap som Exxon, BP, Chevron, Shell, Phillips, ST og Kock⁸⁹. Dette er kunder med høy forhandlingskraft. I perioden 1. januar 2015 til 31. desember 2015 sto fem av DHTs kunder for USD 83 millioner, USD 39 millioner, USD 30 millioner, USD 30 millioner og USD 25 millioner av selskapets inntjening⁹⁰. Dette utgjør USD 210 millioner av DHTs totale inntjening på USD 365 millioner i 2015. I prosent står selskapets fem største kunder for nærmere 60 % av selskapets inntjening.

⁸⁹ DHT Company Presentation – 18.01.2016: 9

⁹⁰ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 109

Figur 3.28 Inntekt DHT

Inntekter 000 USD	2013	2014	2015
Time charter revenues	20,526	67,309	122,882
Bareboat charter revenues	357		
Voyage charter revenues	40,579	76,267	241,679
Pool revenues	8,576	4,294	
Other shipping revenues	16,974	2,919	553
Shipping revenues	87,012	150,789	365,114

Kilde: sammensatt av forfatterne / DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015

En så høy andel knyttet til kun fem kunder, utgjør en trussel for DHTs inntjening. Dette er selskaper som i liten grad er avhengig av DHTs tjenester, og som enkelt kan benytte seg av et annet tankselskap hvis de ønsker det. Forhandlingskraften har også sammenheng med markedssituasjonen. Ved et sterkt marked tipper makten i favør av tankselskapene, da etterspørselen etter transport av olje er høy, i tillegg til at sysselsettingen til den globale flåten øker. Ved et svakt marked vil kundene ha en rekke alternativer og maktbalansen skifter i favør kunden.

En annen måte å se på kundenes forhandlingskraft er å avgjøre deres evne til vertikal integrasjon⁹¹. Som nevnt, er dette selskaper med økonomiske muskler og operasjonell kunnskap til å overkomme eventuelle inngangsbarrierene. Ved å ta kontroll over verdikjeden kan de redusere sin avhengighet til eventuelle tilbydere. Vi anser dette som lite sannsynlig da oljeselskapene verdsetter fleksibiliteten ved bruk av forskjellige tilbydere.

Vi anser kunders forhandlingskraft til å være høy

3.2.4 Selgers forhandlingskraft

Tankindustrien er avhengig av en rekke forskjellige tilbydere, og deres relative forhandlingskraft kan derfor ha stor påvirkning på selskapers fartøysmarginer. For å analysere tankindustrien vil vi se på de mest kritiske leverandørene, disse mener vi er skipsverftene og tilbydere av drivstoff.

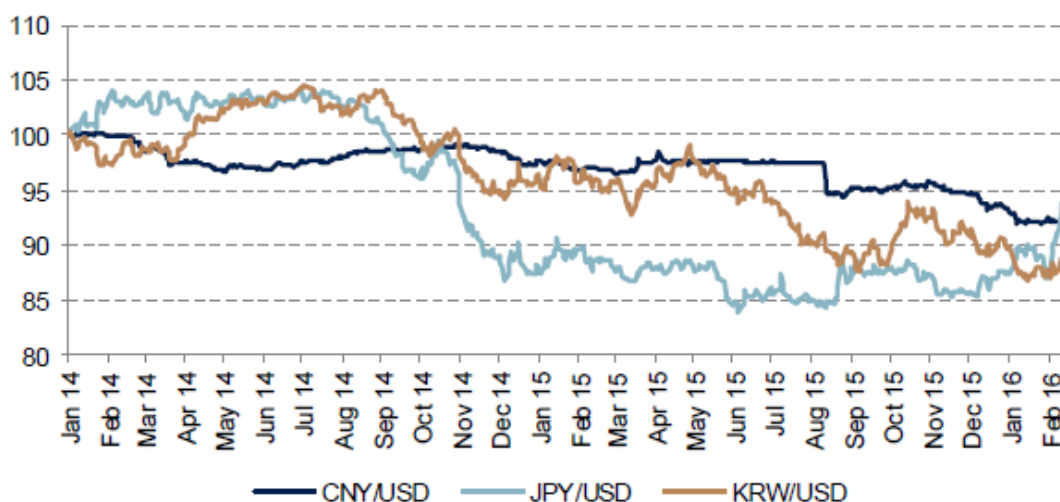
⁹¹ Grant, R. M (2010). Contemporary Strategic Analysis. 7th edition: John Wiley & Sons Ltd: 7

Skipsverft

Det er en rekke skipsverft som har kapasitet og kunnskap til å konstruere tankskip. De største produsentene av VLCC fartøy er Hyundai, STX, Daewoo, Dalian, Samsung og Hitachi. Hvor Hyundai alene har en markedsandel på 15 %⁹². Det er over 300 skipsverft i verden⁹³, men vi velger kun å fokusere på de største da dette er mest relevant i denne avhandlingen.

De tre største nasjonene innen konstruksjon av tankskip er Kina, Japan og Sør Korea. Siden 2014 har valutakursen i disse landene svekket seg signifikant mot den amerikanske dollaren. CNY/USD er ned 7 %, JPY/USD er ned 8 % og KRW/USD er ned 13 %⁹⁴. Alle skip er oppført i amerikanske dollar, noe som alt annet likt, vil legge et lokk på nybyggsprisene. Lave nybyggspriser vil videre svekke utviklingen i pris på annenhåndsmarkedet da disse korrelerer.

Figur 3.29 Utvikling valutakurser, indeksert



Kilde: ABG Sundal Collier – Investment Research Frontline

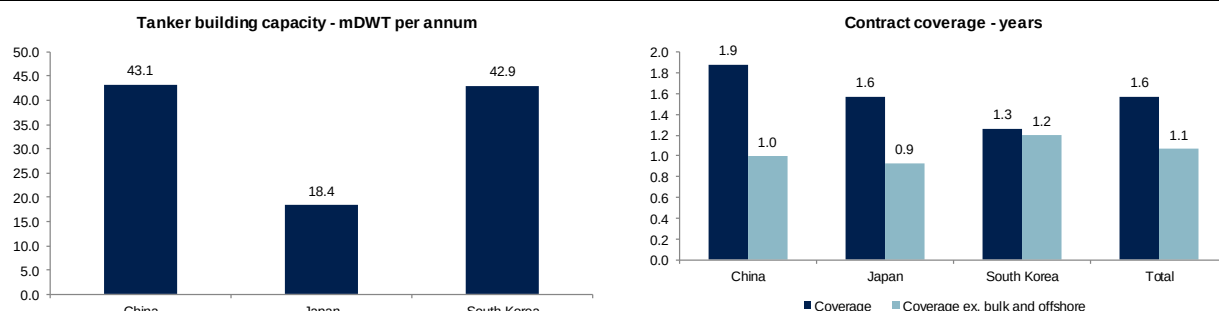
⁹² "The world's no.1 shipbuilding" - Hyundai

⁹³ Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed: 48

⁹⁴ Preview Frontline – ABG Sundal Collier 2015: 21

Det er totalt 212 verft med minst 5 fartøy eller mer under utvikling. Av disse befinner 69 seg i Kina, Japan og Sør-Korea. Samlet, har disse en konstruksjonskapasitet på 104.4 millioner dvt⁹⁵.

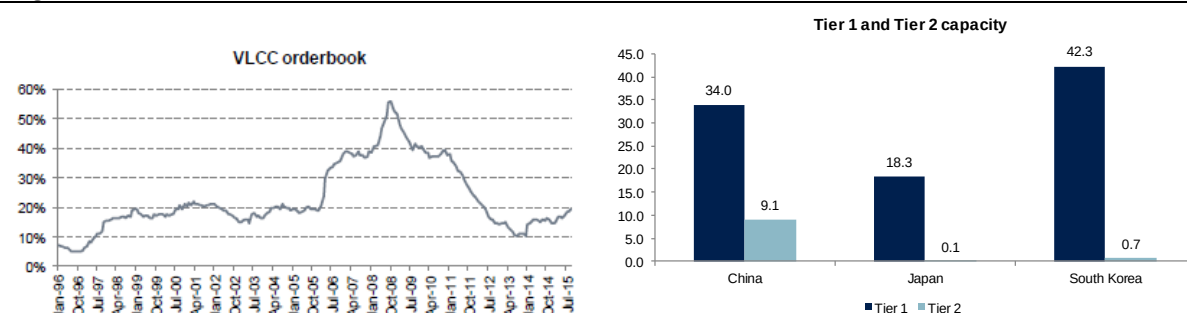
Figur 3.30 Tank kapasitet og kontraktsdekning



Kilde: sammensatt av forfatterne / Clarkson

Videre estimeres kinesiske tankverft til å ha en kontraktsdekning på rundt 1.9 år, de japanske tankverftene 1.6 år og den sør-koreanske dekningen til 1.3 år. På den andre siden er disse tallene basert på den totale kapasiteten til verftene, noe som inkluderer konstruksjon av skip i segmenter som sliter med lav utnyttelse og med en inntjening under «break-even». Hovedsakelig dreier dette seg om tørrbulk- og offshorefartøy. Disse utgjør 52.4 millioner dvt av den totale kapasiteten på 104.4 millioner dvt. Ved å eliminere disse fra ordreboken, ser man at dekningen faller betraktelig. Kinesisk dekning faller til 1 år, den Japanske til 0.9 år og den Koreanske dekningen til 1.2 år.

Figur 3.31 Ordrebok VLCC



Kilde: sammensatt av forfatterne / Clarkson

⁹⁵ ABG Sundal Collier – Investment Research Frontline 2016

Tankegangen bak justeringen av tørrbulk og offshore-tonnasje i ordreboken, er at det forventes en rekke utsettelse og kansellasjoner grunnet det dårlige markedet i segmentene. Det kan argumenteres med at å fjerne det totale segmentet fra ordreboken er å overdrive, men det illustrerer et viktig poeng – det er stor kapasitet hos skipsverftene⁹⁶.

Det skilles mellom to typer verft, tier 1 og tier 2. Tier 1 verft defineres som verft med 1 eller flere bestillinger det siste året og tier 2 defineres som verft som ikke har mottatt bestillinger i samme periode. Tier 1 verft er som regel å foretrekke blant tankselskapene når de skal bestille nybygg. Mesteparten av tier 2 verftene befinner seg i Kina, hvor 21 % av kinesisk kapasitet defineres som tier 2 mot kun 1 og 2 % i Japan og Sør-Korea.

Skipsverftenes forhandlingskraft korrelerer sterkt med ordreboken som igjen henger sammen med spotratene i tankmarkedet. I gode tider, eller ved forventninger om gode tider vil reservasjoner på skip øke, dette bedrer selvfølgelig skipsverftenes forhandlingskraft. De kan ta seg bedre betalt og stille høyere krav til fleksibilitet angående leveringstidspunkt. Per nå er kapasiteten stor, det er lav kontraktsdekning blant tier 1 verftene, i tillegg til en rekke tier 2 verft som står klare til å motta bestillinger. I prinsippet er kapasiteten «uendelig», men det er sjeldent at selskaper benytter seg av tier 2 verft til konstruksjon av nybygg. Dette gjør at presset på tier 1 verft, spesielt i Sør-Korea og Japan plutselig kan øke, noe som vil øke kontraktsdekningstiden.

Tilbydere av drivstoff

Drivstoff er sett på som den største kostnaden knyttet til den operasjonelle driften av skipene⁹⁷. Selskapene som tilbyr drivstoff er de såkalte «oil-majors» og prissettingen avhenger av utviklingen i oljeprisen. Forhandlingskraften til DHT er her minimal, da både DHT og tilbyder må rette seg etter utviklingen i oljeprisen.

Vi anser forhandlingskraften til tilbydere å være medium

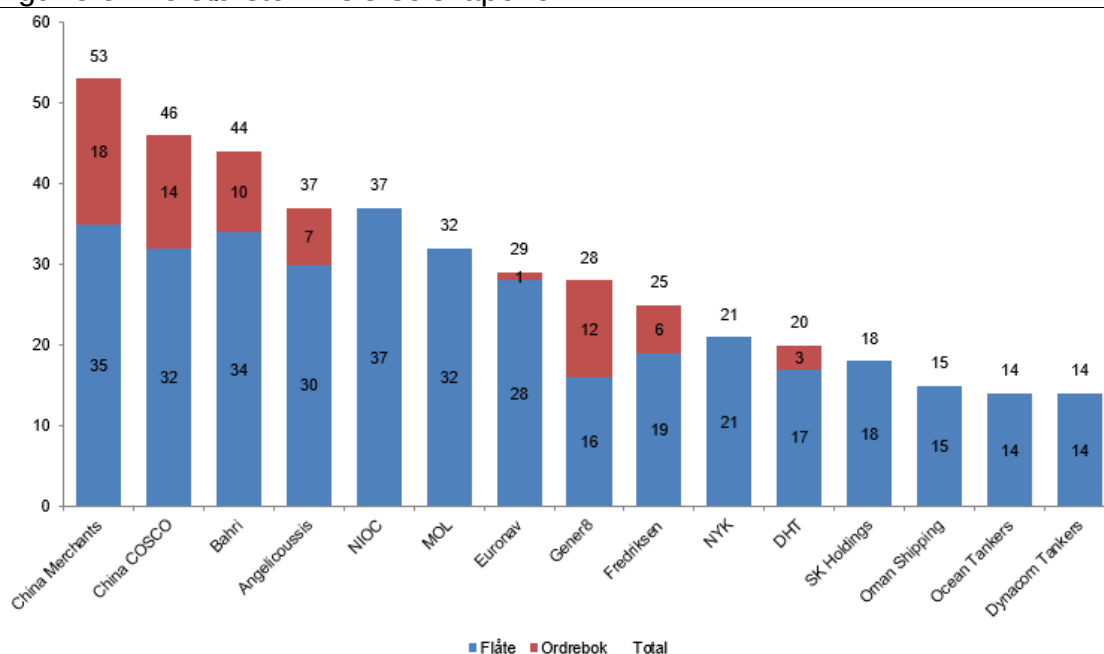
⁹⁶ ABG Sundal Collier – Investment Research Frontline

⁹⁷ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 33

3.2.5 Rivalisering mellom nåværende selskaper

Det er totalt 39 tankselskap med en flåte på 5 VLCC-skip eller flere⁹⁸. China Merchants er det største med en flåte på totalt 35 fartøy og 18 bestillinger. DHT har per dags dato det niende største VLCC-flåten, med 17 fartøy og 3 bestillinger. Samlet har de fem største selskapene totalt 217 fartøy inkludert bestillinger.

Figur 3.32 15 største VLCC selskapene



Kilde: sammensatt av forfatterne / FactSet

I et dårlig marked med overkapasitet, er exit-barrierene til industrien meget viktig. Det eksisterer velutviklede annenhåndsmarkeder for fartøystransaksjoner, som er organisert gjennom skipsmeglere. Til tross for at det nåværende tankmarkedet er solid, er det få investorer som er villig til å investere, noe som har ført til dårlig likviditet⁹⁹. Det er lav aktivitet i både annenhånds- og nybyggmarkedet, i tillegg blir meglerestimatene for aktivverdiene fortsatt kuttet. Dette gjør mulighetene til å forlate markedet gjennom salg av eiendeler

⁹⁸ Clarkson Research Services Limited

⁹⁹ ABG Sundal Collier – Stuck in the trade: 1

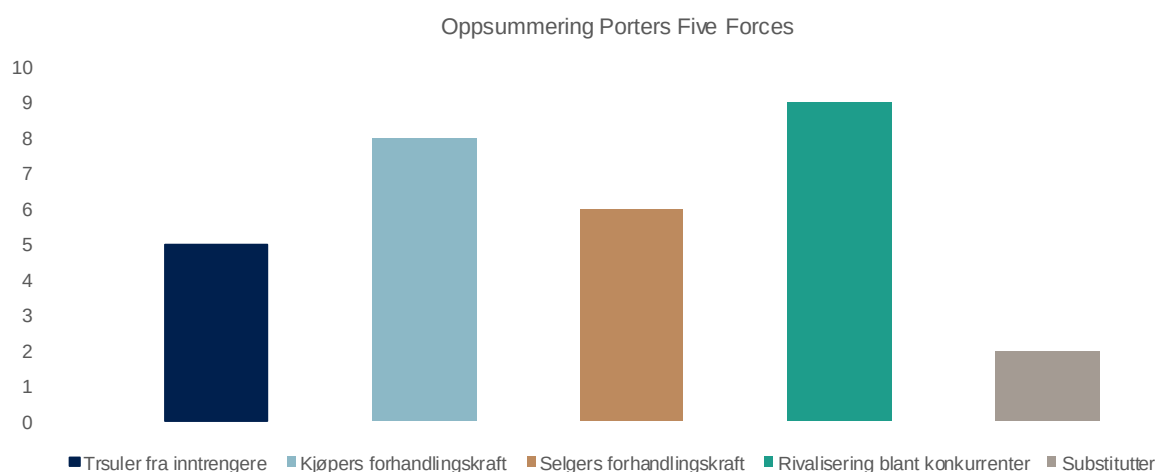
vanskelig, i tillegg til meget kostbart. Både investorer og skipseiere er fastlåst i markedet, noe som øker rivaliseringen blant de eksisterende selskapene.

Vi konkluderer med at rivaliseringen blant eksisterende selskap er høy.

3.2.6 Konklusjon

I følgende tabell har vi oppsummert Porters five forces og potensielle trusler disse kreftene utgjør. Dette vil påvirke attraktiviteten til bransjen og mulighetene for meravkastning. De potensielle truslene er rangert fra 0 til 10, hvor 10 indikerer en stor trussel for DHT.

Figur 3.33 Oppsummering Porter



Kilde: sammensatt av forfatterne

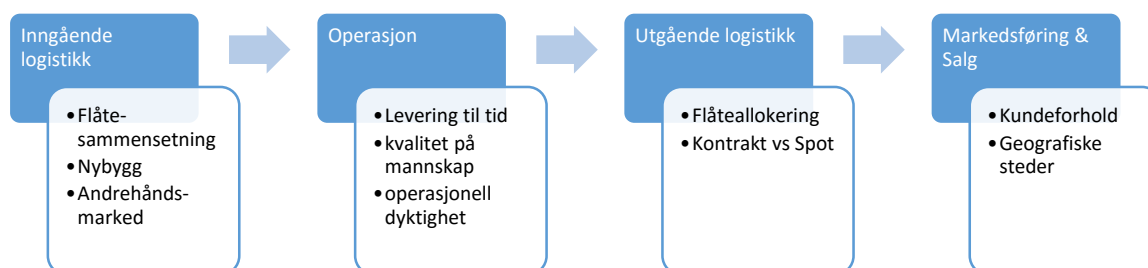
3.3 Intern analyse

3.3.1 Verdikjedetilnærmelsen

Vi har nå analysert de konkurransemessige forholdene og tilbud/etterspørsel-balansen i tankmarkedet. I neste del vil vi analysere DHTs interne ressurser og evner, og hvordan selskapet utnytter disse ressursene til å generere avkastning. Vi vil starte denne prosessen ved å studere DHTs verdikjede og identifisere kjerneressursene¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Barney, Jay B. And Hesterly, William S. (2012). Strategic ... Competitive advantage. 4th ed: 72

Figur 3.34 DHTs verdikjede



Kilde: sammensatt av forfatterne

En av de viktigste strategiske faktorene for et tankselskap er å bestemme sammensetningen av fartøy. Tankindustrien er en syklisk bransje hvor det er essensielt å ha korrekt flåtesammensetning i lav- og høykonjunkturer. Den utgående logikken for firmaet er å oppnå optimal flåteallokering med hensyn til klienters etterspørsel og de fremtidige markedsforholdene. Hvis man forventer at markedet skal bedre seg, kan det være gunstig med en lav kontraktsdekning slik at man kan utnytte høyere spotrater.

For å kunne optimere stegene i verdikjedene, trenger DHT fysiske ressurser i form av fartøy og geografiske steder, i tillegg til menneskelige ressurser som kan analysere markedstrender og bestemme flåtesammensetningen. Grunnet den høye konkurransen i bransjen, er det viktig at DHT fokuserer på operasjonell dyktighet for å bevare samt skaffe nye kontrakter med leietagere. For å kunne optimalisere verdikjeden og effektivt utnytte disse ressursene, trenger DHT et sterkt finansielt og organisatorisk fundament.

Hver del av verdikjeden krever implementering og integrering av ulike ressurser og evner. Disse ønsker vi å analysere ved å benytte oss av VRIO-rammeverket¹⁰¹.

3.3.2 VRIO

¹⁰¹ Barney, Jay B. And Hesterly, William S. (2012). Strategic ... Competitive advantage. 4th ed: 68

Basert på de forskjellige stegene i verdikjeden vil vi analysere fysiske, menneskelige, finansielle og organisasjonsmessige ressurser for å fastsette potensielle konkurransemessige fortrinn DHT innehar.

3.3.2.1 Fysiske ressurser

Flåten og konkurransemessige fordeler

DHT sin flåte er hovedkilden til deres inntjening. Som nevnt tidligere i avhandlingen, består denne hovedsakelig av VLCCer (17), men også en Suezmax og to Aframaxer. Gjennomsnittsalderen på dagens flåte er 9 år, men 3 nybygg som vil bli levert innen 2016 senker gjennomsnittsalderen ytterligere. Sammenlignet med peer-gruppen befinner DHTs flåte seg i midtsjiktet hva gjelder alder, men er i nærheten av Euronav som har den laveste snittalderen med 8.2 år¹⁰².

DHT har de siste årene hatt en klar vekststrategi. De bestilte over en kort periode 6 VLCC fartøy med de samme spesifikasjonene fra Hyundai. På den måten reduserte de konstruksjonskostnadene¹⁰³. Etter levering, vil identiske fartøy gjøre det lettere for DHT å oppnå stordriftsfordeler gjennom trening av mannskap, inventar/reservedels-håndtering og eventuelle reparasjoner av fartøyene. Flåten er den klart viktigste ressursene for ethvert tankselskap og DHT har per nå en god flåtesammensetning i tillegg til en rekke stordriftsfordeler.

Analysen tilsier at flåten er en meget verdifull ressurs og en styrke for DHT.

Geografisk plassering og konkurransemessige fordeler

Selskapet er basert i Bermuda, med administrasjonen har kontorer i Norge og Singapore¹⁰⁴. Det er vanlig i tankindustrien å ha kontorer forskjellige steder i verden, da fysisk tilstedeværelse ofte er viktig i sammenheng med investormøter. Man kan derfor si at

¹⁰² Euronav – Årsrapport 2015:

¹⁰³ DHT Holdings Inc – (Q1 Report) 2014

¹⁰⁴ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015

Singaporekontoret er viktig når man prøver å nå klienter i Asia, mens kontorene i Bermuda og Oslo er effektive med tanke på klienter fra den vestlige verden.

Geografisk plassering er sett på som en verdifull ressurs for DHT, men er hverken sjeldent eller kostbart å imitere. Vi ser derfor på denne ressursen som en konkurransemessig paritet.

3.3.2.2 Individuelle og menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene inkluderer trening, erfaring, og innsikt av individuelle ledere og arbeidere i selskapet. I denne seksjonen vil vi analysere mannskap og ledere.

Mannskap

DHT har for tiden avtaler med Goodwood og V.Ships om mannskap til skipene i tillegg til teknisk vedlikehold¹⁰⁵. Et kvalifisert og erfarent mannskap er i mange tilfeller viktig for å overholde deadlines samt sikre at skipet blir korrekt håndtert. I tillegg er DHT opptatt av å oppfylle amerikanske og internasjonale miljøforskrifter, de er derfor påpasselig med å sørge for kontinuerlig trening av både offiserer og mannskap. Dette gjelder også sikkerhetsforskrifter¹⁰⁶.

Det er ingenting som tilsier at DHT ikke utnytter sitt mannskap. På den andre siden er DHTs mannskap sine kvalifikasjoner og utnyttelse på like linje med konkurrentene. Det har de siste årene blitt satt større fokus på trening, sikkerhet og miljøvern i bransjen¹⁰⁷, noe både DHT og konkurrentene har rettet seg etter. Det antas at de som ikke innehar kvalifisert mannskap vil tape markedsandeler på lang sikt.

Mannskap er verdifullt for DHT, men er ikke sjeldent og enkelt å imitere, derfor ser vi på denne ressursen som en konkurransemessig paritet.

Ledelse og styret

¹⁰⁵ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 23

¹⁰⁶ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 26

¹⁰⁷ DHT holdings Inc – Årsrapport 2015: 26

DHTs styre har hatt en rekke utskiftninger siden oppstart i 2005¹⁰⁸. Mange av disse utskiftningene kom som et resultat av en rekke transaksjoner som ble utført av det opprinnelige selskapet DHT Maritime Inc. Som nevnt tidligere, ble DHT Holdings Inc i 2010 moderselskapet til DHT Maritime Inc.

Nåværende CEOer har vært i selskapet siden 2010 og det har bare vært mindre utskiftninger i ledelsen siden da. De har også hatt samme styreleder siden oppstart. Som beskrevet i seksjon 2.2 har alle i ledelsen relevant erfaring fra relaterte industrier gjennom tidligere ansettelsesforhold i andre maritime selskaper. Med en ledelse som innehar topp ekspertise og ferdigheter innen bransjen, har DHT vært i stand til å utnytte muligheter som har dukket opp. Videre ønsker vi å analysere hvordan ledelsen har utført sine arbeidsoppgaver, for å bestemme et potensielt konkurransemessig fortrinn.

Flåtesammensetningen fremstår som et klart strategisk valg av ledelsen. Siden omstruktureringen i 2010 har tendensene vært klare, en satsing på en moderne flåte med lav gjennomsnittsalder samt fokus på kjøp av VLCC fartøy. I 2010 bestod DHTs flåte av tre VLCCer, fire Aframaxer og to Suezmaxer. De eldste var bygd tilbake i 1994, mens de nyeste var bygd i 2004¹⁰⁹. Samlet hadde flåten til DHT i 2010 en gjennomsnittsalder på 10.6 år. 5 år senere er gjennomsnittsalderen sunket til 9 år, med 3 nybygg som vil bli levert i løpet av 2016. Levering av disse vil senke gjennomsnittsalderen til flåten ytterligere. I tillegg solgte de et av sine eldste skip, en Suezmax fra 2000 i januar 2016¹¹⁰, noe som medførte at flåten nå består av 17 VLCC, 2 Aframaxer og 1 Suezmax.

Ledelsen har tatt en rekke strategiske valg siden 2010, og allerede i 2011 prøvde DHT å gjennomføre et oppkjøp av Saga Tankers ASA¹¹¹. De la inn et bud på NOK 472.4 millioner, noe som utgjorde et premium på 56 % sammenlignet med aksjekursen på daværende tidspunkt. Et oppkjøp av Saga ville sikret DHT fire nye VLCC fartøy. Dessverre havarerte avtalen da DHT kun fikk aksept på 84 % av Sagas totale aksjekapital, noe som var mindre

¹⁰⁸ DHT Holdings Inc – Årsrapport 07-15: Oversikt over ledelse og styret

¹⁰⁹ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2010: 41

¹¹⁰ DHT Holdings Inc – Press release "Sale of 2000-built Suezmax"

¹¹¹ DHT Holdings Inc – Press release «To acquire Saga Tankers ASA» 2011

enn kravet på 95 %¹¹². Budet gjenspeiler dog ledelsens ønske om å ekspandere i tillegg til å styrke selskapets likviditet og finansielle stilling.

I 2014 annonserte DHT en avtale om å kjøpe Samco Shipholding¹¹³. I september 2014 ble transaksjonen avsluttet og DHT overtok eierskap. Samco var eier av syv VLCC fartøy med en gjennomsnittsalder på 4.5 år. Dette førte til en markant nedgang i DHTs samlede flåtes gjennomsnittsalder, noe som stemmer overens med strategien om å modernisere flåten i tillegg til å fokusere på VLCC segmentet. Videre medførte oppkjøpet at DHT overtok Samcos eierandel i Goodwood Ship Management, som nå er leverandør av mannskap og teknisk vedlikehold til DHT. Denne eierandelen var på 50 %, og ga DHT mulighet til å ha større kontroll over verdikjeden gjennom såkalt vertikal integrasjon.

Når det gjelder kontraktsdekningen har DHT ledelse bevisst fokusert på en miks av TC-kontrakter og eksponering i spotmarkedet for å begrense risikoen. Per 1. april 2015 har selskapet ni fartøy underlagt kontrakter. Utbyttepolitikken har i perioden 2012-2014 vært meget konservativ, men man ser en økning i 2015 grunnet styrkede resultater. I 4. kvartal 2015 utbetalte DHT et utbytte på USD 0.21 per aksje¹¹⁴. Inntjening per aksje (EPS) er også stigende, etter negative resultater i perioden 2011-2013. EPS har vært stigende siden 2014 og er nå på USD 1.13¹¹⁵. Dette vitner om at ledelsens valg foregående år har vært lønnsomme for selskapet og aksjonærene.

Den erfarne ledelse har utnyttet deres kunnskap og erfaring, og de fleste av deres valg har hatt en positiv innvirkning på selskapets inntjening og drift. De har vist seg å være en verdifull ressurs når det kommer til strategiske valg angående vekst og flåtekomposisjon. DHT er ikke det eneste selskapet med en erfaren ledelse, og det er vanskelig å si om de utgjør en form for konkurransemessig fordel. Mange av peersene har en erfaren ledelse som har jobbet sammen over lenger tid. I tillegg er ledelse et håndfast aktiv som firma ikke kontrollerer.

¹¹² DHT Holdings Inc – Press release «Withdrawal of offer for saga tankers » 2011

¹¹³ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2014: 19

¹¹⁴ DHT Holdings Inc – Dividend Information

¹¹⁵ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 112

Ledelsen er en meget verdifull ressurs for DHT, men grunnet begrenset sjeldenhet og etterlignbarhet anser vi dem som en konkurransemessig paritet.

3.3.2.3 Finansielle ressurser

I 2015 var gjeldsgraden 51 %, opptjent egenkapital (retained earnings) var negative USD 140 millioner og kontantbeholdningen var på USD 167 millioner. Til tross for DHTs aggressive nybyggstrategi, har veksten blitt finansiert gjennom ulike kilder. Et godt eksempel er emisjonen de gjennomførte i 2013, hvor de hentet inn USD 107 millioner¹¹⁶. De foretok også to emisjoner i 2014. Når det gjelder finansieringen av de seks VLCCer som er under konstruksjon (3 allerede levert), er USD 208 millioner betalt. De resterende USD 237 millionene er planlagt finansiert med gjeld, som allerede er sikret¹¹⁷, og vil bli betalt i løpet av 2016. Uten innskudd av fersk egenkapital vil DHT se en økning i gjeldsgraden i 2016. Dette kan påvirke DHTs evne til fremtidig vekst.

DHT har vært i stand til å utnytte forskjellige kilder til finansiering, noe som forklarer deres nåværende sterke finansielle posisjon. På den andre siden er disse finansielle ressursene hverken sjeldne eller ikke-imiterbare for konkurrenter.

De finansielle ressursene er verdifulle, men hverken sjelden eller vanskelig å etterligne. Vi karakteriseres derfor de finansielle ressursene som en konkurransemessig paritet.

3.2.2.4 Organisatoriske og samlede ressurser

De organisatoriske ressursene til et selskap er en egenskap av grupper bestående av enkeltpersoner, og inkluderer blant annet kultur og omdømme, uformelle relasjoner inne selskapet og miljø, planlegging, kontroll og koordinerte systemer¹¹⁸.

Som et resultat av DHTs kombinerte ressurser, tror vi selskapet er strukturert på en slik måte at det gir fleksibilitet når det kommer til planlegging, kontrollering og å koordinere systemer. DHT er en anerkjent spiller i tankmarkedet, og blir benyttet regelmessig av de

¹¹⁶ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2013: 18

¹¹⁷ DHT Holdings Inc – Årsrapport 2015: 114

¹¹⁸ Barney, Jay B. And Hesterly, William S. (2012). Strategic ...Competitive advantage. 4th ed: 67

store oljeselskapene. Dette styrker DHTs merkevare og rykte, i tillegg til å være en verdifull kilde til å anskaffe nye kontrakter/oppdrag. I tillegg, vil en moderne flåte sammen med finansielle ressurser øke muligheten for å utnytte markedsmuligheter. Dette er meget verdifullt for tankselskaper, da de opererer i en veldig syklisk industri.

Alle de organisatoriske ressursene kombinert er verdifulle for DHT. Det er til dels sjeldent, men etterlignbart på lang sikt. Vi karakteriserer derfor DHTs organisatoriske og samlede ressurser som et midlertidig konkurransemessig fortrinn.

3.2.2.5 Konklusjon Intern analyse

Figur 3.35 Oversikt intern analyse

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	etterlignbar?	Utnyttet?	konkurransemessig implikasjon
Flåte	Ja	Ja	på lang sikt	Ja	Midlertidig konkurransemessig fordel
DHTs kontraktgivere	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Geografisk plassering	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Mannskap	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Ledelse	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Finansielt	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Organisatorisk	Ja	Ja	På lang sikt	Ja	Midlertidig konkurransemessig fordel

Kilde: sammensatt av forfatterne

4.0 Regnskapsanalyse

For å kunne estimere DHTs fremtidige kontantstrømmer, er det essensielt å gjøre seg opp en formening om selskapets historiske resultater. Gjennom en grundig finansiell analyse kan vi dokumentere hvordan selskapet har skapt verdi, samt å sammenligne hvordan DHT har prestert i forhold til sammenlignbare selskaper. Dersom vi kan forstå hvordan de viktigste verdidriverne har utviklet seg i fortiden, vil det hjelpe oss med å estimere troverdige

estimerer for fremtidige kontantstrømmer¹¹⁹. Mange av DHTs kunder, som de store, internasjonale oljeselskapene, ønsker å ha langvarige kundeforhold med tankselskapene. Derfor er ikke DHTs finansielle resultater og profitabilitet bare viktig for aksjonærene, men også for andre interessentgrupper vil dette også ha betydning.

DHTs resultater vil bli sammenlignet med et utvalg av sammenlignbare selskaper (peers) basert på operasjonelle kriterier. Den følgende finansielle analysen er basert på DHTs og de sammenlignbare selskaperenes årsrapporter fra 2007 til 2015. Som beskrevet tidligere, varer en typisk forretningssyklus i tankmarkedet i 8 år. Ved at vi starter vår analyse i 2007, håper vi at vi kan fange DHTs utvikling gjennom en hel syklus. I tillegg mener vi at det er fordelaktig at vi medtar hele finanskrisen, da dette vil gi oss et innblikk i hvordan selskapet har klart seg i et av de tøffeste markedene i tankshippingens historie.

Først vil vi reformulere selskapets regnskaper ved å skille mellom operasjonelle aktiviteter og ikke-operasjonelle aktiviteter, rentebærende forpliktelser og ikke-rentebærende forpliktelser. Deretter vil vi analysere DHTs historiske performance basert på forskjellige finansielle nøkkeltall. Sammen med den strategiske analysen, vil dette utgjøre viktig input til våre estimer. DHTs og de sammenlignbare selskaperenes reformulerte regnskaper kan sees i appendiks 3.0.

4.1 Rebalansering av regnskaper for analytiske formål

4.1.2 Den analytiske resultatoppgjørelse

Operasjonell inntjening er et viktig nøkkeltall, ettersom det viser et selskaps overskudd fra kjernedriften uavhengig av hvordan den er finansiert¹²⁰. Derfor har vi klassifisert poster basert på deres relasjon til kjernedriften. Deretter har vi beregnet det operasjonelle resultatet som NOPAT (Net Operating Items After Tax). DHTs operasjonelle inntekter kommer fra deres kjernedrift, og er klassifisert som «Shipping revenues» i deres regnskaper. I tillegg har de sporadiske inntekter klassifisert som «Share of profit from associated companies» og «Fair value gains on derivative financial liabilities». Vi har valgt å klassifisere disse to

¹¹⁹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 93

¹²⁰ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 73

postene som finansielle inntekter på grunn av disse inntektenes natur. Når det gjelder betalt skatt i DHTs regnskaper, relaterer denne posten seg til både operasjonelle og finansielle poster. Fordi DHT er registrert i Bermuda, så er de untatt skatt, og de har gjennom de årene vi har analysert derfor betalt minimalt med skatt. Vi har allikevel valgt å beregne et skatteskjold for de historiske årene, men i forecastene våre har vi satt skattesatsen lik 0%. «Share of profit from associated companies» har blitt klassifisert som en finansiell inntekt ettersom dette er inntekter fra Goodwood som holder på med ship management, noe vi anser for å ligge utenfor DHTs kjernevirksomhet.

4.1.3 Den analytiske balansen

I balansen har vi kalkulert investert kapital som summen av alle de operasjonelle aktivene minus operasjonelle passiver. Aktivene er finansiert av aksjonærer og långivere, og er derfor lik egenkapitalen pluss netto-rentebærende gjeld. Det vektete snittet av aksjonærenes og långivernes avkastkrav uttrykkes ved WACC (Weighted Average Cost of Capital), som vi vil beregne under kapittel 7. I DHTs balanse, har vi fjernet «investment in associated company», av same grunn som at vi fjernet driften fra Goodwood fra den operasjonelle inntjeningen. I tillegg har vi klassifisert «Cash and cash equivalents» som et finansielt aktiv.

4.2 Analyse av historisk profitabilitet og performance

For å analysere de historiske resultatene vil vi først se på det operasjonelle resultatet, og deretter vil vi se på resultatet fra eiernes perspektiv. Dette har vi gjort ved hjelp av en metode basert på DuPont-modellen. Alle balanse-nøkkeltall er basert på gjennomsnittlige tall.

Det operasjonelle resultatet skapes gjennom selskapets kjernedrift, og reflekteres best gjennom å analysere Return on Invested Capital (ROIC)¹²¹. ROIC forklarer ikke om profitabilitet er drevet av en forbedret omsetning/omkostnings-forhold eller om den er drevet av bedre utnyttelse av kapitalen¹²². Derfor vil vi analysere kildene til verdiskapningen fra operasjonelle aktiviteter ved å dekomponere ROIC til profit margin (PM) og den investerte kapital omløpshastighet. ROICen vil deretter bli analysert ved å sammenligne den med selskapets kalkulerede WACC i kapittel 7.

¹²¹ Koller, T. Goedhart, M. og Wessels, D. (2010) – Valuation: 163

¹²² Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 107

For selskapets aksjonærer er det ultimate målet for profitabilitet Return on Equity (ROE). Aksjonærene sitter igjen med resultatet på bunnlinjen, og de påvirkes derfor av selskapets finansielle posisjon. ROE fanger opp resultat fra både operasjonelle så vel som finansielle transaksjoner. Ved å dekomponere ROE til SPREAD og FGEAR, vil vi analysere den finansielle giringens innvirkning på aksjonærverdien.

For å analysere trender i den finansielle dataen vil vi bruke indekssanalyse for både resultatoppgjørelsen og for balansen. Det er dog viktig å huske at indekssanalyse ikke sier noe om den relative størrelsen på hver enkelt post. Disse analysene vil hjelpe oss å forklare utviklingen i forskjellige operasjonelle poster og vil gjøre det mulig å identifisere potensielle forbedringer i for eksempel omkostnings- og lagerstyring.¹²³

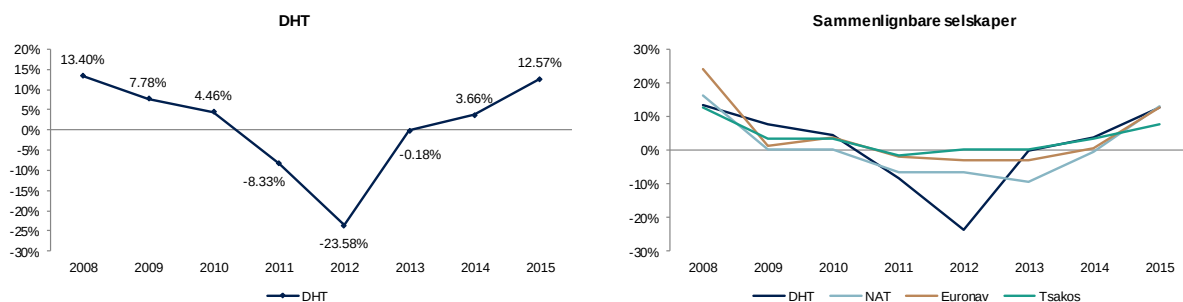
Gjennom vår analyse vil vi sammenligne DHTs resultater med de sammenlignbare selskapene vi har identifisert, og dermed se på den relative utviklingen i nøkkeltallene. Dette vil gi et bedre bilde av marginer, vekstrater og avkastning på tvers av de sammenlignbare selskapene, noe som vil være verdifullt for våre forecasts ettersom det vil hjelpe oss å plassere DHT i oljetankmarkedet.

4.2.1 Operasjonelt resultat – dekomponering av ROIC

Figur 4.1 illustrerer utviklingen i DHTs «Return on invested capital» (ROIC) i perioden vi har analysert. Som man kan se, har ROICen falt fra 13.40 % i 2008, ned til -23.58 % i 2012, som er det definitive bunnpunktet i vår analyseperiode. Siden da har markedet forbedret seg betraktelig, og i 2015 var ROICen på 12.57 %. Dette er et resultat av at tankmarkedet var ekstremt bra i 2008, før finanskrisen sammen med en høy grad av overkapasitet førte til at ROICen stupte. I slutten av 2014 tok markedet seg kraftig opp igjen, noe som kombinert med DHTs signifikante flåteekspansjon gjennom kjøpet av Samco og levering av nybygg, førte til en sterk forbedring i profitabiliteten. Om man sammenligner resultatene med WACCen vi regnet ut i kapittel 7, er resultatene svært varierende.

¹²³ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 112

Figur 4.1 Return on Invested Capital (ROIC)



Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

Om man sammenligner DHT med de utvalgte selskapene, kan man se at utviklingen har vært ganske lik hos alle; ROIC falt fra toppen i 2008, bunnet ut en gang mellom 2011 og 2013, for deretter å forbedre seg når markedet kom tilbake i 2014 og 2015. Med andre ord, har DHT prestert på linje med de andre selskapene over perioden. Man kan dog observere i 2011 og 2012, som var DHTs definitivt dårligste år i vår analyseperiode, var DHTs resultater langt dårligere enn hos de sammenlignbare selskapene. Grunnen til at nettopp disse to årene var så ekstremt dårlige, var at DHT så seg nødt til å gjennomføre store nedskrivninger som følge av at de bokførte verdiene av selskapets skip ikke reflekterte daværende markedsverdier¹²⁴. Nedskrivningene spiste opp den operasjonelle inntjeningen, og resulterte dermed i en negative ROIC. Videre har vi brutt ned ROIC i profit margin og den investerte kapitalens omløpshastighet (turnover rate on invested capital).

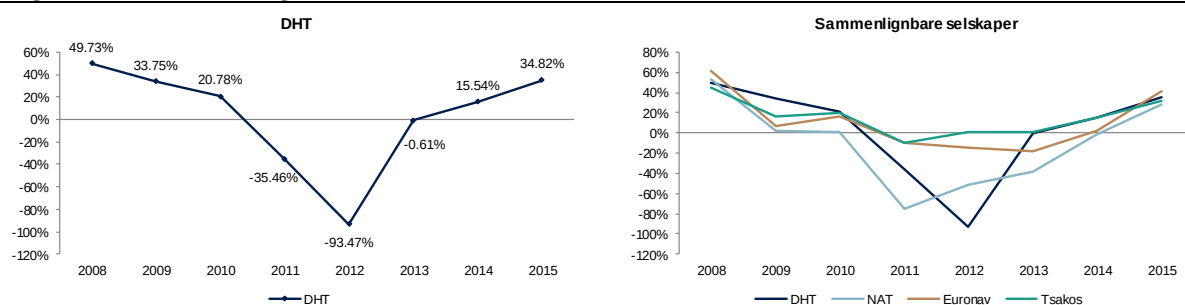
4.2.2 Profit margin

Profit marginen viser forholdet mellom inntektene og utgiftene i et selskap, og uttrykker forholdet mellom den operasjonelle inntjeningen (NOPAT) og omsetningen¹²⁵. Når det gjelder DHTs profit margin, så kan man se at den har en nærmest perfekt korrelasjon med ROIC gjennom perioden; den starter høyt på opp mot 50 % før den faller helt ned til -93.5 % i 2012 – det samme året som ROIC var på sitt laveste. Dette gjelder også for de sammenlignbare selskapene. Dette gjør at vi tror at trendene vi observerer i ROIC er veldig avhengig av utviklingen i profit marginen.

¹²⁴ DHT Holdings Inc: Årsrapport 2012

¹²⁵ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 107

Figur 4.2 Profit margin

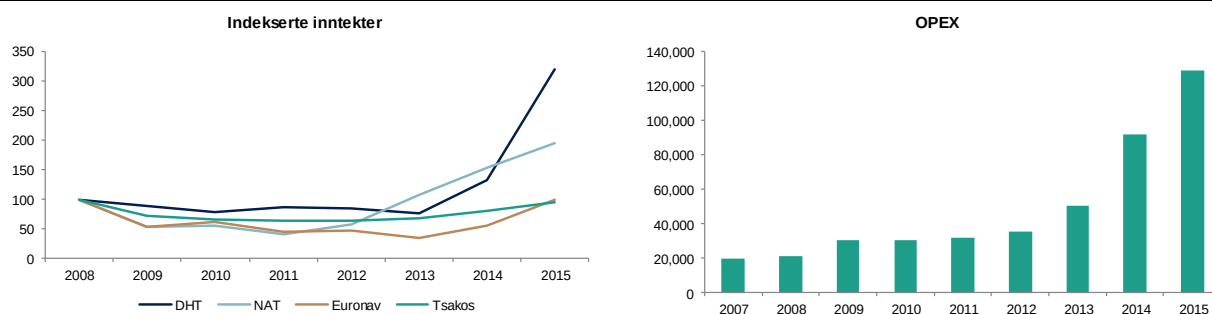


Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

Historisk utvikling inntekter

Siden DHTs første regnskapsår i 2007, har inntekten firedoblet seg. «The compounded annual growth rate» (CAGR) har i perioden vært 15.14 %. Antall fartøy har steget med gjennomsnittlig 1.5 skip i året siden 2007, og inntektene har vært relativt stabile frem til 2013. Sammenlignet med peers har DHT sett en markant økning i omsetning de to siste årene. Gjennomsnittlig CAGR for peers fra 2008 var 3.5 %.

Figur 4.3 Inntekter og OPEX



Kilde: sammensatt av forfatterne og selskapenes årsrapporter

Historisk utvikling i operasjonelle kostnader (OPEX)

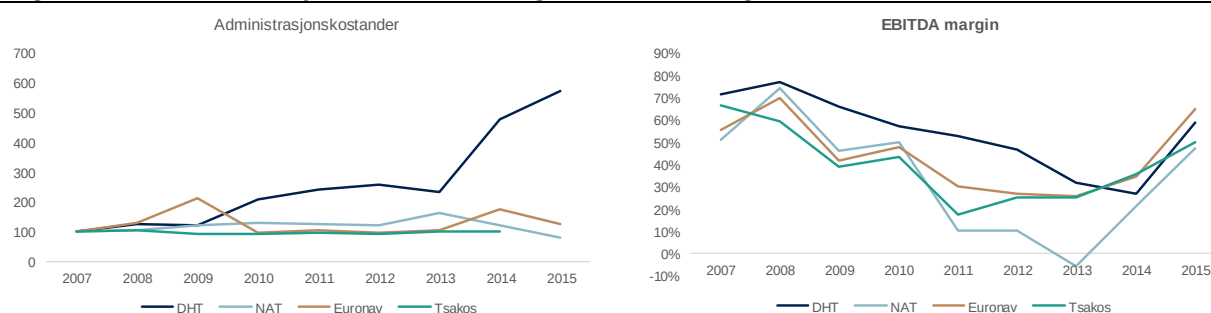
DHTs operasjonelle kostnader (OPEX) har økt betraktelig de siste 8 årene, noe som er illustrert i figur 4.3. Årsrapportene dekomponerer ikke de operasjonelle kostandene, men den store veksten fra 2013 til 2015 har naturligvis sammenheng med økningen av antall skip i DHTs flåte. Hvis vi ser på OPEX per skip hadde de i 2013 USD 6.2 millioner per skip (8 fartøy), i 2014 USD 5.1 millioner per skip (18 fartøy) og USD 6.4 millioner skip (20 fartøy) i

2015. Store deler av de operasjonelle kostnadene er knyttet til pris på drivstoff, noe som har vært relativt lavt de siste to årene. I tillegg har et økt fokus på en moderne flåte gjort fartøyene mer kostnadseffektiv og skipene krever et færre antall mannskap.

Administrasjonskostnader

Administrasjonskostnadene har steget jevnt siden 2007, igjen har dette sammenheng med den voksende flåten. Sammenlignet med peers har DHT helt klart hatt den største økningen i totale administrasjonskostnader, spesielt etter 2013. Økningen er et resultat av DHTs aggressive nybyggstrategi i tillegg til oppkjøpet av Samco i 2014. Administrasjonskostnadene per fartøy har holdt seg noenlunde likt de siste tre årene. Med henholdsvis USD 1.1 millioner i 2013, USD 1 million i 2014 og USD 1.08 millioner i 2015. Dette indikerer at DHT har god kontroll over kostnad knyttet til administrasjon.

Figur 4.4 Administrasjonskostnader og EBITDA-margin



Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

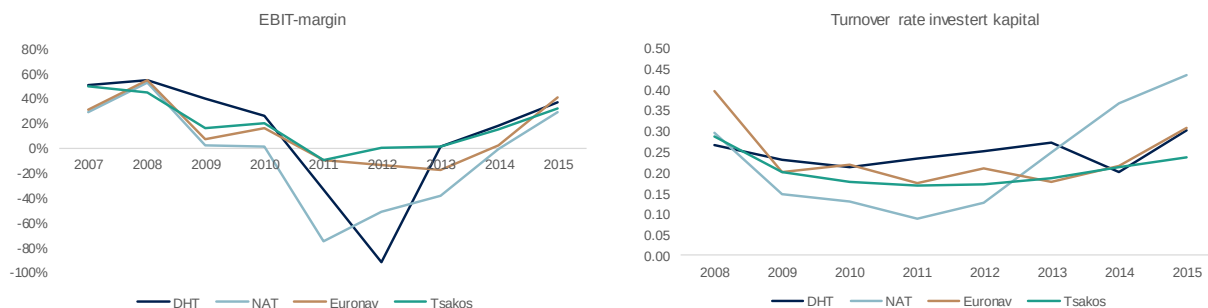
EBIT og EBITDA

Grunnet et bedret marked og høyere inntjening, har både EBIT og EBITDA vært stigende de siste to årene. Som figur 4.4 illustrer har peersene også erfart en lignende utvikling. Fra 2008 har DHT, NAT, Euronav og Tsakos hatt en kraftig nedgang i EBITDA-marginen. Dette er forklart gjennom ekstremt dårlige rater som følge av finanskrisen. Etter en sammenhengende nedgang i perioden frem til 2013, ser man en bedring i EBITDA marginen for peersene. DHT snudde ikke trenden før 2014, mye grunnet svak inntjening i 2013. På

den andre siden har EBITDA-marginen til DHT historisk ligget høyere enn peersene i perioden 2007-2013, noe som tilsier en effektiv drift.

EBIT marginen har fulgt trenden til EBITDA marginen. Som vist i figur 4.5 har samtlige selskaper en negativ EBIT-margin i 2011 og 2012, dette kan forklares av de store nedskrivningene som ble foretatt disse årene, samtidig som utnyttelsen av flåten var lav og ratene dårlige. DHT og NAT har de største negative svingningene, dette er fordi de foretok større nedskrivninger relativt til Euronav og Tsakos. NAT hadde en negativ EBIT-margin helt frem til 2014. I 2015 ligger DHT og peersene på samme nivå, og man ser en klar bedring i marginene fra og med 2013 noe som vitner om en styrket inntjeningen i markedet.

Figur 4.5 EBIT-margin og Omløpshastigheten investert kapital



Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

4.2.3 Omløpshastighet på investert kapital (Turnover rate invested capital)

Omløpshastigheten beskriver DHTs evne til å utnytte investert kapital. Alt annet likt er det attraktivt å ha en høy omløpshastighet av investert kapital¹²⁶. Tankselskap har en høy grad av faste aktiver (fartøy) og kjennetegnes derfor av en relativt lav omløpshastighet.

Omløpshastigheten for DHT har siden 2007 holdt seg innenfor intervallet 0.2 til 0.3. Den lave omløpshastigheten i 2014 kan forklares av den store økningen i investert kapital som en konsekvens av ordre på seks nye VLCC, i tillegg til oppkjøpet av Samco. Som illustrert i figur 4.5 øker omløpshastigheten markant i 2015 da de nye skipene fra Samco

¹²⁶ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 108

transaksjonen har begynt å bidra til inntjeningen, samtidig som investert kapital har økt minimalt fra 2014.

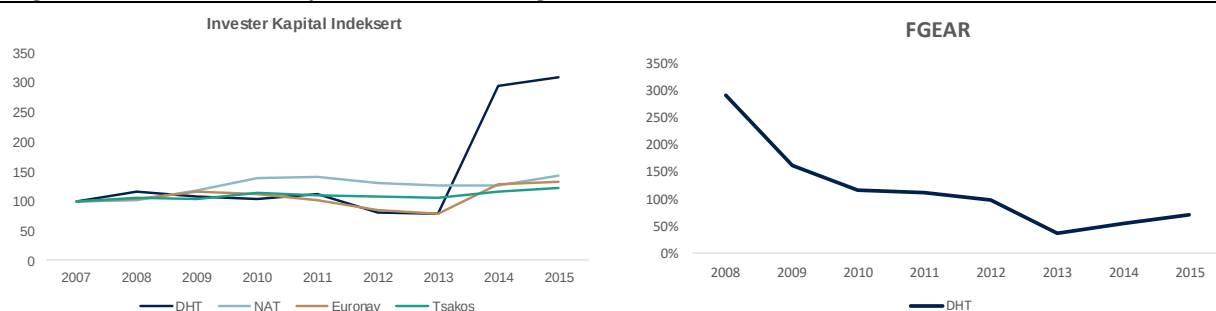
Sammenlignet med peers har DHT hatt stabilt høy omløpshastighet siden 2007, med en liten nedgang i 2014. I 2015 ligger de et stykke bak NAT, men dette skyldes hovedsakelig små endringer i NATs investert kapital samtidig som inntjeningen deres har økt. For å undersøke dette nærmere vil vi utføre en indeksering.

4.2.3.1 Indeksering av investert kapital

I sammenheng med de fallende ratene etter finanskrisen i 2008 har den investerte kapitalen forholdt seg lav frem til 2013. Alle peersene har i denne perioden hatt minimale økninger i investert kapital, DHT inkludert. Fra og med 2013 har DHT opplevd en vekst på over 200 %. Dette har igjen sammenheng med oppkjøpet av Samco samt nybygg. NAT er det selskapet som kommer nærmest med en økning på 43 %.

I absolutte tall er NAT det minste selskapet med en investert kapital på rundt USD 1.1 milliarder, med DHT like over. Euronav er det største med en investert kapital på USD 2.8 milliarder.

Figur 4.6 Investert Kapital indekstert og FGEAR DHT



Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

Det kan se ut som DHT har ett mer optimistisk syn på markedsutsiktene enn peersene. De har økt den investerte kapitalen markant gjennom oppkjøp av selskaper samt bestillinger på nybygg, og virker å posisjonere seg for et styrket marked. Foreløpig har investeringene høstet frukter og omløpshastigheten har økt betraktelig siden 2014. Videre forventer vi

omløpshastigheten til å øke ytterligere da de nye skipene som er under konstruksjon blir levert og kan bidra til inntjeningen.

4.2.4 FGEAR

Den finansielle giringen (FGEAR) forklarer hvordan et selskaps aktiver (fartøy) er finansiert gjennom egenkapital og gjeld¹²⁷.

Netto rentebærende gjeld (NIBD) er målt som forskjellen mellom rentebærende gjeld og rentebærende aktiver. Som illustrert i figur 4.6 og 4.7, har DHTs giring sunket i perioden 2008-2012. Egenkapitalen i dette tidsintervallet har holdt seg stabil, så nedgangen i FGEAR kan forklares gjennom en nedgang i NIBD. Fra 2013 til 2015 stiger derimot FGEAR grunnet en økning i NIBD. På den andre siden stiger også egenkapitalen. Det ble blant annet gjennomført tre emisjoner i 2013 og 2014 for å finansiere oppkjøpet av Samco, i tillegg til bestilling av seks nye VLCC fartøy. Disse emisjonene økte DHTs egenkapital med USD 390 millioner¹²⁸. Økningen i NIBD har dog vært noe høyere i perioden frem mot 2015, noe som resulterer i en FGEAR på 71 % i 2015.

Figur 4.7 FGEAR og CAGR

FGEAR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR
DHT	2.91	1.62	1.17	1.13	0.99	0.37	0.55	0.71	-18.30%
NAT	0.05	-0.03	0.01	0.14	0.24	0.18	0.10	0.17	18.00%
Euronav	0.99	1.05	1.22	1.19	1.13	1.08	0.93	0.63	-6.34%
Tsakos	1.45	1.42	1.37	1.42	1.47	1.34	1.15	0.93	-6.19%

Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

NAT har den laveste finansielle giringen sammenlignet med peersene. De har de siste årene finansiert investeringene sine gjennom egenkapital og minimalt med gjeld. DHT er det selskapet av peersene som har investert mest i nybygg de siste årene, men de har en relativt lav finansielle giring da store deler av investeringene er finansiert gjennom egenkapital. Både Euronav og Tsakos har de siste årene redusert den finansielle giringen gjennom reduksjon i NIBD og økende egenkapital. Alle selskapenes befinner seg dog på et sunt nivå hva gjelder finansiell giring.

¹²⁷ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 117

¹²⁸ DHT Holdings Inc – Press Releases «offering common stocks 2014» og «private placement of equity 2013»

4.2.5 Spread

Forskjellen mellom «Return on invested capital» (ROIC) og netto lånekostnader etter skatt i prosent (NBC) blir ofte referert til som «spread». Spreaden er analysert for å bestemme om finansiell giring er gunstig for DHTs aksjonærer eller ikke¹²⁹. Lån vil være positivt for selskapets aksjonærer så lenge spreaden er positiv. En negativ spread vil derimot være negativt for aksjonærene.

Figur 4.8 NBC og Spread

NBC og Spread								
DHT	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NBC	-6.35%	-8.84%	-7.38%	-2.88%	-2.30%	-6.06%	-5.40%	-5.97%
Spread	8.18%	0.41%	-1.89%	-10.74%	-25.57%	-5.73%	-1.74%	5.23%

Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

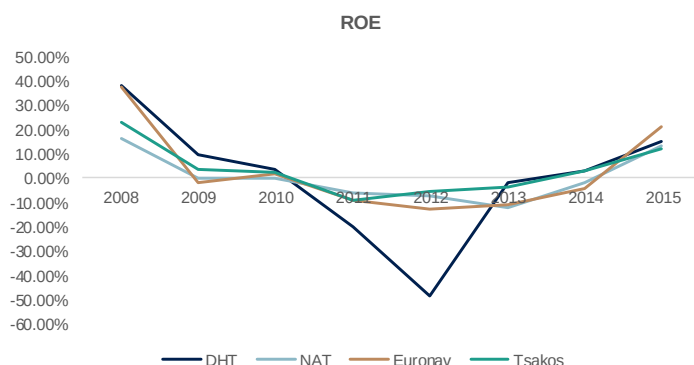
Som man kan se i figur 4.8 har spreaden vært negativ i perioden 2010-2014, men var i 2015 positiv.

4.2.6 Eiers perspektiv – ROE

De analyserte nøkkeltallene kan bli oppsummert i «return on equity» (ROE)¹³⁰.

$$\text{ROE} = \text{ROIC} + \text{SPREAD} \times \text{FGEAR}$$

Figur 4.9 ROE



Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

¹²⁹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 118

¹³⁰ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 117

Som man kan se i figur 4.9 har ikke ROE vært tilfredsstillende i perioden 2011-2013. Den har naturligvis opplevd et kraftig fall fra 2008 frem til 2012, noe som også er gjenspeilet i DHTs historiske aksjekurs. I vår WACC kalkulerte vi påkrevet «return on equity» til å være 12.67 %, som er tett opp mot nåværende nivå på 14.91 %.

DHTs profit margin har styrket seg de siste årene samtidig som omløpshastigheten på investert kapital har økt. Euronav og Tsakos har senket den finansielle giringen, mens DHT og NAT har hatt en økning. Den finansielle giringen er på den andre siden lav for både peersene og DHT i 2015, noe som har resultert i økte verdier for aksjonærene. Dette kommer dog etter en periode hvor selskapene har ruinert aksjonærenes verdier. Økningen i ROE for både DHT og peersene i 2015, kan forklares gjennom høyere utnyttelse av låten i tillegg til styrkede spotrater. DHT hadde i 2015 en ROE på 14.91 %, kun slått av Euronav med henholdsvis 21.07 %.

4.3 Likviditetsrisiko analyse

4.3.1 Kortsiktig likviditetsrisiko

Likviditet er et kritisk område for enhver bedrift, da mangel på likviditet kan være en barriere mot å utnytte gunstige forretningsmuligheter. Et firmas likviditetsrisiko er influert av dets evne til å generere en positiv netto pengestrøm både på kort- og lang sikt¹³¹. Den kortsiktige delen av analysen vil avsløre DHTs evne til å møte alle kortsiktige forpliktelser innen tidsfristen. Den langsiktige likviditetsrisikoen vil måle DHTs langsiktige finansielle helse og evne til å dekke langsiktige forpliktelser. Alle likviditets rater er basert på balansen ved årets slutt, da disse går for å være de mest oppdaterte¹³².

Likviditetssyklusen

¹³¹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 150

¹³² Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 155

En indikator på den kortsiktige likviditetsrisikoen er antall dager det tar å konvertere arbeidskapital til kontanter¹³³. Jo færre dager, jo bedre er kontantstrømmen. Likviditetssyklusen er illustrert i figur 4.10.

Figur 4.10 Likviditetssyklus

Likviditetssyklus	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	-10.08	-35.15	-34.66	-24.58	43.64	59.59	31.85	33.96
NAT	90.49	197.25	113.45	118.18	-10.41	51.39	40.36	44.53
Euronav	-37.37	-52.21	-12.71	-3.94	118.19	249.45	248.75	169.90
Tsakos	15.71	14.98	31.28	37.74	42.55	8.12	36.18	42.88
Gjennomsnitt	14.69	31.22	24.34	31.85	48.49	92.14	89.29	72.82

Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

DHTs likviditetssyklus har bedret seg de siste årene, etter en horribel periode fra 2008-2011. Dette er et resultat av en økt inntjening i tillegg til en strammere styring av arbeidskapitalen. Sammenlignet med peers har DHT den laveste likviditetssyklusen, de befinner seg godt under snittet. Dette indikerer en lavere arbeidskapital og lavere likviditetsrisiko.

Likviditetsgrad

Likviditetsgraden (current ratio) er en alternativ måleenhet for den kortsiktige likviditeten. Tankegangen bak likviditetsgraden er å se hvor mye av de kortsiktige anleggsmidlene som dekker kortsiktig gjeld ved en potensiell avvikling¹³⁴. Noen argumenterer for at en rate over 2 er en indikator på lav likviditetsrisiko, men det er vanskelig å generalisere over forskjellige industrier¹³⁵.

Figur 4.11 Likviditetsgrad

Likviditetsgrad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	1.70	2.93	3.96	1.46	5.54	25.18	3.13	4.13
NAT	3.7	8.8	0.8	0.3	0.3	0.5	0.6	0.3
Euronav	1.31	1.14	1.22	1.17	1.02	0.78	1.82	2.09
Tsakos	1.96	1.78	1.69	1.03	0.87	1.02	0.89	1.13
Gjennomsnitt	2.17	3.67	1.92	0.99	1.93	6.86	1.61	1.92

Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

¹³³ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 153

¹³⁴ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 155

¹³⁵ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 156

Vi har derfor valgt å benchmarke DHTs ratio mot peer gruppen. Som illustrert i figur 4.11, har DHT en ratio langt over snittet i 2015. Ration har historisk ligget over 2, med unntak av 2008 og 2011. Dette indikerer en lav likviditetsrisiko for DHT.

4.3.2 Langsiktig likviditetsrisiko

Solvensgrad

En indikator på langsiktig likviditetsrisiko er solvensgraden¹³⁶. Vi har kalkulert forholdstallene basert på bokverdier, da det ikke er mulig å finne markedsverdien på gjelden. Den historiske utviklingen er illustrert i figur 4.12.

Figur 4.12 Solvensgrad

Solvensgrad	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	15%	22%	27%	29%	29%	31%	39%	33%	34%
NAT	46%	49%	50%	48%	44%	43%	43%	43%	41%
Euronav	30%	31%	28%	29%	29%	29%	29%	32%	39%
Tsakos	27%	26%	26%	27%	27%	27%	29%	30%	33%
Gjennomsnittlig	29%	32%	33%	33%	32%	33%	35%	35%	37%

Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

Over de siste tre årene har DHT gjennomsnittlig hatt den nest høyeste solvensgraden, bare slått av NAT. De er dog dårligere stilt enn Euronav i 2015. Ratioen har holdt seg på et stabilt nivå siden 2008, mye grunnet et trøblete marked i etterkant av finanskrisen. Man ser derimot en bedring fra 2012, hvor de gjennomsnittlige ratene har steget jevnt frem til 2015. DHTs rate har gjennom perioden ligget under snittet til peersene, noe som gjør dem dårligere stilt til å foreta nye flåteinvesteringer. Avviket fra snittet er derimot begrenset i 2015.

Rentedekningsgrad

¹³⁶ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 158

Rentedekningsgraden måler DHTs evne til å dekke netto finanskostnader. Ratioen viser hvor mange ganger driftsresultatet dekker netto finanskostnader¹³⁷. På den andre siden er det veldig ulike tommelfingerregler for ulike bransjer, vi må derfor sammenligne ratioen med peer-gruppen.

Figur 4.13 EBITDA Rentedekningsgrad

EBITDA Rentedekningsgrad								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	4.3	3.8	3.9	7.3	6.4	6.1	2.9	6.4
NAT	68.9	48.7	47.3	10.2	2.4	-1.3	6.3	19.6
Euronav	4.7	3.8	3.7	2.4	2.4	1.6	1.8	11.7
Tsakos	4.5	4.5	2.7	2.0	2.3	3.1	4.2	9.8
Gjennomsnittlig	20.6	15.2	14.4	5.5	3.4	2.4	3.8	11.9
	4.5	4.0	3.4					

Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

Kommentar: i 2008, 2009, 2010 blir gjennomsnittet misvisende da ekstremt høye verdier hos NAT former snittet. Vi har derfor utledet et gjennomsnitt hvor vi ser bort ifra disse verdiene.

Som illustrert i figur 4.13, befinner DHTs historiske rentedekningsgrad tett på eller over snittet sammenlignet med peersene. Ratioen har vært volatil, men er stigende fra 2014, dette gjelder også peersene. De økte ratioene indikerer en fallende langsiktig likviditetsrisiko. En mer konservativ tilnærming er å benytte seg av EBIT rentedekningsgrad. Ved å anvende denne, inkluderer man avskrivninger, som er et uttrykk på investeringer som trengs for å opprettholde størrelsen på aktiv (fartøy) basen.

Figur 4.14 EBIT Rentedekningsgrad

EBIT Rentedekningsgrad								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	3.1	1.7	1.4	-5.1	-20.4	0.2	1.9	4.5
NAT	49.6	1.7	0.5	-65.6	-12.8	-7.9	-0.6	9.5
Euronav	4.3	0.6	1.3	-0.7	-1.0	-1.0	0.1	7.4
Tsakos	3.7	1.7	1.3	-0.7	0.0	0.1	1.8	6.3
Gjennomsnittlig	15.2	1.4	1.1	-18.1	-8.6	-2.2	0.8	6.9

Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

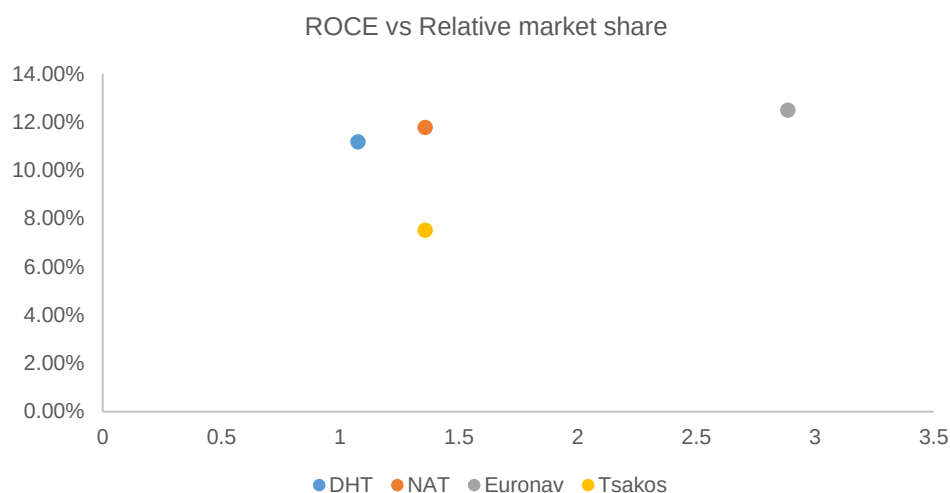
¹³⁷ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 161

I figur 4.14 ser man at DHTs ratio er stigende fra 2013. Ratioen er meget svake i 2011 og 2012, men det skyldes store nedskrivninger disse årene. Dette gjelder også for NAT, da både DHT og NAT foretok større nedskrivninger enn Euronav og Tsakos i nevnt periode. Rentedekningsgraden er økende fra 2013 også blant peers, men DHT befinner seg litt under snittet i 2015. Ratioen er fortsatt såpass høy at man kan konkludere med at DHTs evne til å dekke langsiktige finansielle forpliktelser er tilfredsstillende.

4.4 Relativ markedsandel og return on capital employed (ROCE)

Som en delkonklusjon på den finansielle analysen av DHT og deres peers, vil det være hensiktsmessig å ta en titt på ROCE sett mot vært selskaps relative markedsandel. Denne sammenligningen illustrerer selskapenes finansielle og strategiske posisjon relativt til hverandre ved årsslutt 2015. Alt annet likt, jo høyere ROCE og markedsandel, jo høyere avkastning for aksjonærene¹³⁸. DHT er svakest plassert når det kommer til markedsandel, men har en ROCE på høyde med både NAT og Euronav. Euronav er selskapet som er best plassert, noe som kan forklares av en sterk finansiell posisjon i tillegg til en stor og moderne flåte.

Figur 4.15 FGEAR og CAGR



Kilde: sammensatt av forfatterne / selskapenes årsrapporter

¹³⁸ Formel ROCE: NOPAT/Gjennomsnitt (Faste aktiver + NWC + investments in associated operation companies)

5.0 SWOT

Figur 5.1 SWOT

SWOT	Muligheter	Trusler	Styrker	Svakheter
Oljeettersørsel	Høy oljeetterpørsel gir bedre rater	Lav oljeetterspørsel gir dårlige rater		
Nybygg	Lav ordrebok (lav kontraktsdekning). Styrket USD	Stor kapasitet blant skipsverftene		
Finansielle		Økning i LIBOR. Økning i oljeprisen (bunker stor del av OPEX).	Økt inntjening. Solid omløpshastighet på investert kapital. Lav likviditetsrisiko (på lang og kort sikt)	Stor gjeldspost i 2016 (kan øke gjeldsgraden)
DHTs flåte og flåtekomposisjon			Relativt moderne flåte. Stordriftsfordeler grunnet ordre på like fartøy.	Alder på flåte litt høyere enn snittet til peers.
DHTs kunder		Oil-majors tar direkte kontroll over verdikjeden gjennom vertikal integrasjon	Godt forhold til TC-kunder	
Konkurransesituasjon i markedet		Høye exit-barrierer		
Ledelse og styret			Erfaren ledelse med inngående kunnskap om markedet	

Kilde: sammensatt av forfatterne

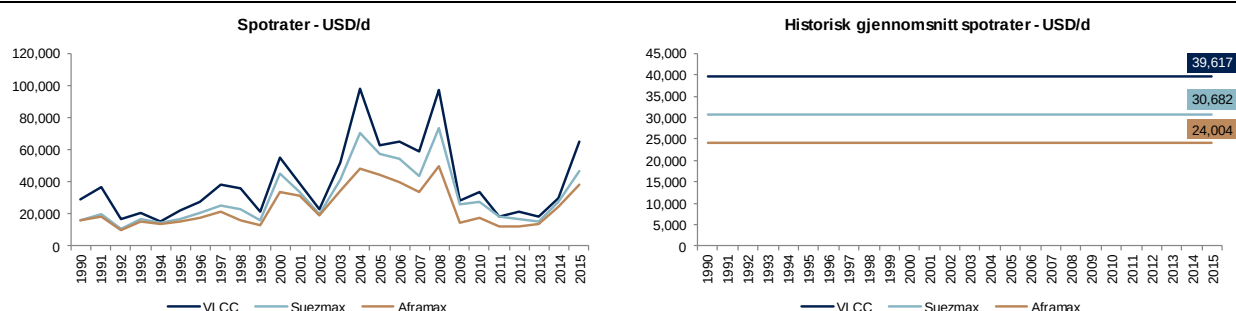
6.0 Forecasting

6.1 Forecasting av dagsrater

Ettersom DHTs omsetning utelukkende kommer fra drift av deres skip er det viktig å ha pålitelige estimer av disse. Våre estimer for fremtidige dagsrater er basert på våre funn i den strategiske analysen. Vi argumenterte for at markedet vil normalisere seg ved slutten

av vår forecast-periode, når antall lastede dager på haver har nådd omtrent 137. Ser man på historiske rater, som vi bruker som en proxy på et normalisert marked, har VLCC-ratene snittet på USD 39,617 per dag, Suezmax har snittet på USD 30,682 per dag, og Aframax-dagsratene har snittet på USD 24,004 per dag. Vår antagelse er da at når antall lastede dager på havet faller mot normaliserte nivåer, så vil også dagsratene falle mot normalen.

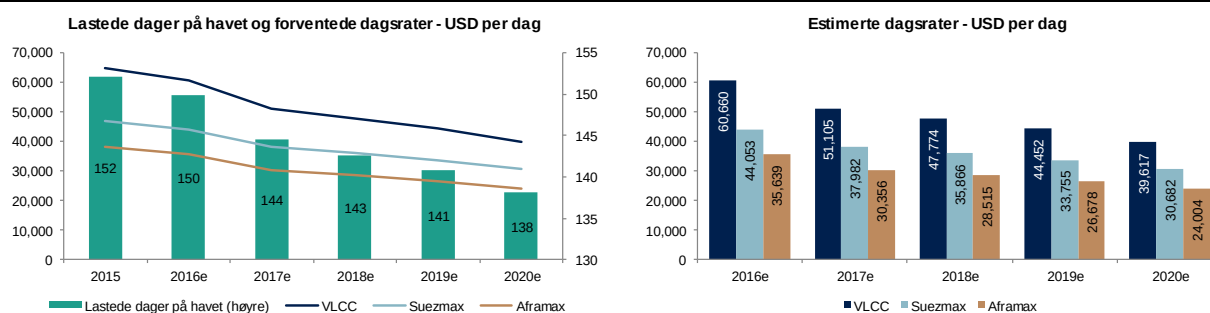
Figur 6.1 Utvikling i spotrater og historisk gjennomsnitt



Kilde: Clarkson Shipping Intelligence / sammensatt av forfatterne

Som man kan se ut fra de følgende grafene, faller våre estimerte dagsrater i takt med utviklingen i lastede dager på havet.

Figur 6.2 Forventet utvikling i lastede dager på havet og dagsrater



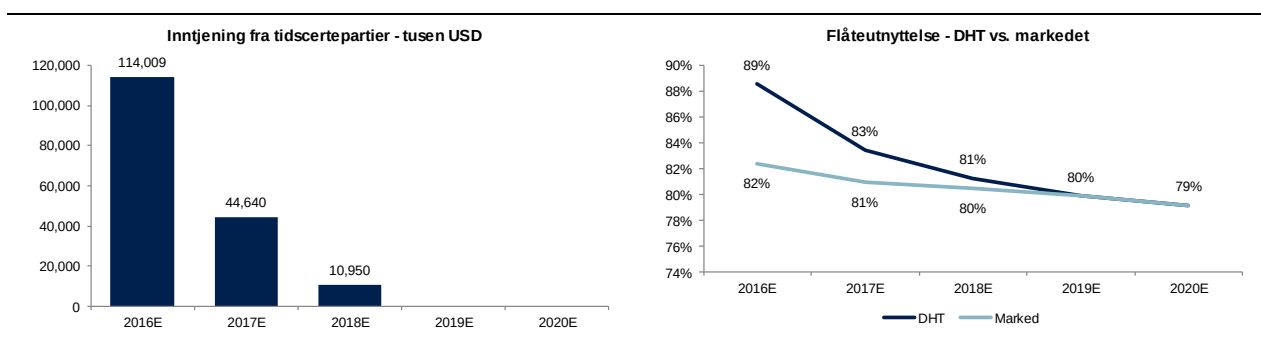
Kilde: Clarkson Shipping Intelligence / sammensatt av forfatterne

6.2 Forecasting av tidscertepartier, flåteutnyttelse og nybygg

Tidscertepartier

Per dags dato har DHT flere av sine skip på tidscertepartier av varierende lengde. I avsnitt 2.6 om kontraktsdekning, har vi vist en detaljert oversikt over DHTs nåværende tidscertepartier. Basert på disse, estimerer vi at 35 % av DHTs tilgjengelige skipsdager i 2016 er bundet opp på faste kontrakter. I 2017 og 2018 estimerer vi at dekningen er på henholdsvis 13 % og 4 %. Ingen av de nåværende tidscertepartiene inneholder opsjoner på ytterligere perioder, og vi antar derfor at skip som går av kontrakt vil bli handlet i spotmarkedet. De skipene som er på kontrakt har en fast rate, og inntjeningen fra disse vil derfor ikke påvirkes av spotmarkedet før kontraktene er avsluttet. Videre har skipene på kontrakter en utnyttelsesgrad på 100 %. Når man kjenner varigheten og dagsraten på kontraktene, kan man estimere inntjeningsbidraget fra skipene på tidscertepartier. I 2016 estimerer vi et inntjeningsbidrag på USD 114 mill., i 2017 USD 44.6 mill. og i 2018 USD 11 mill. Dette er inntekter DHT med sikkerhet vil få dersom ikke motpartene går konkurs.

Figur 6.3 Inntjening fra kontrakter og DHTs estimerte flåteutnyttelse vs. markedet



Kilde: DHT Holdings Inc – årsrapport 2015 / sammensatt av forfatterne

Flåteutnyttelse

Som vi har beskrevet tidligere, er flåteutnyttelse et godt mål på flåtens effektivitet. Det finnes lite data på DHT og sammenlignbare selskapers historiske flåteutnyttelse. I avsnittet om «the shipping market model» viste vi våre anslag på flåteutnyttelsen. Dette er flåteutnyttelsen vi legger til grunn for DHTs fartøy som seiler i spotmarkedet. Som nevnt over har skipene på tidscertepartier en utnyttelsesgrad på 100%, noe som åpenbart vil påvirke utnyttelsen på DHTs totale flåte. Som man kan se i grafen over, estimerer vi at DHT vil ha en høyere flåteutnyttelse enn markedet fra år 2016 til 2018. Etter dette, når alle nåværende kontrakter har utgått, estimerer vi en flåteutnyttelse på linje med markedet. Fordi

tankmarkedet er så konkurranseutsatt som det er, og på grunn av manglende data som kan bevise noe annet, har vi valgt å implementere markedets estimerte flåteutnyttelse på DHTs skip.

Nybygg og skraping

DHTs nybyggprogram består av fem VLCCer med levering i 2016. Når de tar levering av disse, vil man se en betydelig økning i DHTs inntjeningsevne. Vi forventer ingen forsinkelse i leveringen, og estimerer at alle de nye skipene vil generere inntjening i løpet av 2016.

Etter at det nåværende nybyggprogrammet er ferdigstilt, forventer vi at DHT i fremtiden vil fortsette å bestille nye skip eller kjøpe skip i annenhåndsmarkedet. På grunn av våre markedsutsikter tror vi dog ikke at DHT vil anskaffe flere skip i løpet vår forecast-horisont. Grunnen til dette, er at vi tror at den kompetente ledelsen i selskapet vil unngå å kjøpe nye skip med levering inn i et fallende marked. En annen årsak til vår forventning om null nye skip, er at, gitt DHTs avskrivningsprofil, vil ingen av dagens skip vil bli skrapet i forecast-horisonten. I så måte, vil det ikke være behov for å få inn nye skip for å opprettholde dagens inntjeningsevne.

6.3 Forecasting av fremtidig omsetning, omkostninger og kontantstrøm

6.3.1 Budsjetperiode

For å estimere DHTs fremtidige kontantstrømmer gjennom en to-trinns DCF og EVA-modell er vi nødt til å velge en passende budsjettperiode. Ettersom nåverditilnærmingen antar en konstant vekstrate i terminalperioden må budsjettperioden være lang nok til at selskapet kan nå en steady state vekst¹³⁹. For å forsikre oss om at DHT har nådd denne fasen tar vi utgangspunkt i selskapets ordrebok.

Med andre ord, så må budsjettperioden reflektere DHTs nybyggprogram, som åpenbart vil ha en signifikant påvirkning på omsetningen i årene som kommer. I tillegg er i dag mange

¹³⁹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 214

av DHTs skip på lange tidscertepartier, noe som også må tas med i vurderingen. Sist, men ikke minst må budsjettperioden være lang nok til å reflektere en konstant tilbuds- og etterspørselsbalanse i tankmarkedet. Basert på disse argumentene har vi valgt en budsjettperiode på 5 år ettersom vi tror at både DHT og tankmarkedet vil ha oppnådd en steady state i 2021. Tankmarkedet er meget syklisk med store svingninger fra topp til bunn, men basert på våre funn i den strategiske analysen, tror vi at markedet vil å nådd en form for balanse i 2019, og vi har derfor valgt å bruke historiske snittrater i de to siste årene. Ved utgangen av 2008, vil alle DHTs nåværende tidscertepartier være avsluttet.

6.3.2 Terminalvekst

Vekstraten i terminalperioden skal reflektere den forventede gjennomsnittlige vekstraten i økonomien som selskapet opererer i. Fordi DHTs skip opererer i hele verden vil selskapet være eksponert mot en rekke forskjellige inflasjons- og vekstrater. Men selskapet er børsnotert i USA og aksjekursen er kvotert i amerikanske dollar. Vi har derfor valgt å se på vekstutsiktene for den amerikanske økonomien. Ifølge Trading Economics, forventes det en langsiktig inflasjon i USA på 2.5 % fra 2020 og utover¹⁴⁰. Vi har derfor satt vår forventede terminalvekst til 2.5 %.

6.3.2 Proforma resultatoppgjørelse

I dette avsnittet vil vi estimere de forskjellige elementene i resultatoppgjørelsen. Forecast-modellen er basert på en salgsdrevet tilnærming, sett bort fra noen spesifikk poster. Dette vil bidra til økt kvalitet på estimatene ettersom dette gir en god link mellom aktivitetsnivået og relaterte omkostninger¹⁴¹. Postene vi estimerer er dermed basert på aktivitetsnivået til DHT. Den historiske perioden vi har analysert vil bli brukt som retningslinje, fordi den gir oss verdifull innsikt i trender og nivåer på forskjellige nøkkeltall. En komplett gjennomgang av den historiske utviklingen kan ses i appendiks 4.0.

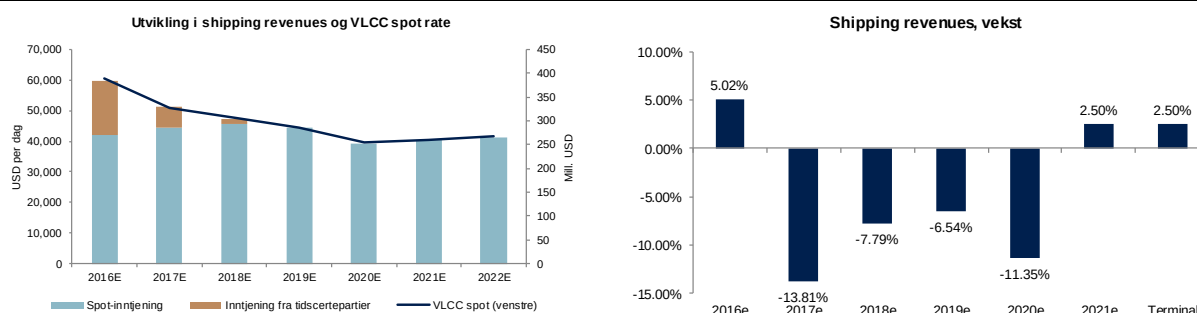
Shipping revenues

¹⁴⁰ United States Inflation Rate (2016) - <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi/forecast>

¹⁴¹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 177

DHTs omsetning som stammer fra shipping-aktivitetene, estimeres på bakgrunn av dagsratene og flåteutnyttelsen som vi allerede har diskutert i foregående avsnitt. Omsetningen er kalkulert per skip. Fra 2015 til 2016, forventer vi at VLCC-dagsratene i markedet vil falle fra USD 64,846 per dag til USD 60,660 per dag. Dette vil si at DHTs skip som arbeider i spotmarkedet vil tjene mindre penger. Vi forventer likevel en omsetningsvekst på 5 % i 2016, noe som kan forklares av at DHT tar levering av fem VLCCer, noe som vil styrke selskapets inntjeningskapasitet. Som vi har beskrevet tidligere, så forventer vi at dagsratene i alle skipssegmenter (VLCC, Suezmax og Aframax) vil falle gradvis mot vår terminalperiode, og utviklingen i shipping revenues reflekterer dette. I 2017 forventer vi det største fallet, og estimerer en negativ vekst på 14 %. I vår terminalperiode forventer vi som sagt en vekst på 2.5 %.

Figur 6.4 Utvikling i shipping revenues



Kilde: sammensatt av forfatterne

Figur 6.5 Utvikling verdidrivere

	Snitt							
	2009-15	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Vekst i shipping revenues	27.23%	5.02%	-13.81%	-7.79%	-6.54%	-11.35%	2.50%	2.50%
Opex, % av shipping revenues	-42.66%	-37.00%	-38.00%	-38.00%	-38.50%	-39.00%	-42.66%	-42.66%
G&A, % av shipping revenues	-8.64%	-6.00%	-7.00%	-7.50%	-8.00%	-9.00%	-9.00%	-9.00%
Depreciation, % av assets	-7.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
Rente	-11.04%	-5.74%	-5.74%	-5.74%	-5.74%	-5.74%	-5.74%	-5.74%
Skattesats	-2.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Assets/shipping revenues	445.20%	365.00%	400.00%	400.00%	400.00%	400.00%	400.00%	400.00%
NWC/shipping revenues	2.92%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
NIBD/invested capital	42.54%	52.27%	52.27%	52.27%	52.27%	52.27%	52.27%	52.27%

Kilde: sammensatt av forfatterne

Operasjonelle kostnader (OPEX)

I DHTs operasjonelle omkostninger som direkte knytter seg til selve utførelsen av transporten av olje, finner vi «voyage expenses» og «vessel opex». I et historisk perspektiv, har disse omkostningene ligget på ~43 % av shipping revenues. I 2015 var nivået helt nede på 35 %, noe som i stor grad kan tilskrives en lav oljepris, ettersom bunkerprisen er direkte koblet med oljeprisen. I forecastperioden, har vi valgt gradvis å konvergere OPEX til historisk snitt som inntreffer i terminalperioden. Dette har vi gjort for å reflektere en forventet økende oljepris i årene som kommer.

Generelle- og administrasjonskostnader (G&A)

G&A utgifter knytter seg til lønninger til ledelse og annet onshore-personell, samt revidering, konsulentarbeid, kontor- og administrasjon, og så videre. Historisk så har disse omkostningene utgjort ~8.6 % av shipping revenues, men fordi vi er av den oppfatning at disse omkostningene ikke i stor grad varierer med aktivitetsnivået i selskapet, har vi valgt å holde denne posten på et relativt stabilt, absolutt nivå. Derfor vil den prosentvise delen av shipping revenues øke når shipping revenues faller utover i forecast-horisonten.

Avskrivninger

Historisk har avskrivningstakten i prosent av langfristede aktiver vært på 7 %, noe som tilsvarer lineær avskrivning over ~14.8 år. DHT skriver i sine årsrapporter at de avskriver sine skip over 20, noe som gir en avskrivningstakt på 5 %. I forecast-horisonten, har vi derfor valgt å legge oss på avskrivninger på 5 % av langfristede aktiver.

Skattesats

Som vi har vært inne på ved flere anledninger, er DHT registrert på Bermuda, og er derfor ikke underlagt inntektsskatt. Vi har derfor valgt en skattesats på 0% også i årene som kommer. Dette samsvarer med hva vi gjorde i vår beregning av WACC.

Netto finansielle omkostninger

Basert på beregningene i avsnittet om kapitalomkostninger, har vi allerede estimert netto finansielle omkostninger på 5.74 %, og dette er dermed det beste estimatet vi har på netto finansielle omkostninger. Omkostningene er basert på netto rentebærende gjeld fra året før for å unngå sirkularitet i forecastene våre¹⁴².

6.3.3 Proforma balanse

Balanseposter er ofte direkte linket til utviklingen i omsetningen, og i vår proforma balanse har vi derfor valgt å bruke denne metoden. Dette er den foretrukne metoden ettersom forholdet mellom balanseposter og omsetningen er mer stabil enn forholdet mellom endringer i balanseposter og endringer i omsetningen¹⁴³.

Langfristede aktiver – skip og andre anleggsmidler

Skipene er kilden til vekst i DHT, vekst er derfor en funksjon av investeringer i nye skip. Et selskap kan ikke vokse i særlig stor grad uten å gjøre nye investeringer, og investeringsnivået i en industri avhenger av kapitalintensiteten i industrien. DHTs skip er meget dyre, og det kreves derfor store investeringer om de ønsker vekst. På kort sikt forventer vi investeringer i skip på USD 267 millioner i 2016. Dette samsvarer godt med den resterende capexen på skipene med levering i 2016 som DHT oppgir til å være USD 266 millioner per 31. desember 2015. Utover disse leveringene har ikke ledelsen i DHT kommentert ytterligere bestillinger eller kjøp av annenhånds skip. I terminalperioden, ligger vi inne med investeringer på rett i underkant av USD 80 millioner, noe som tilsvarer omtrent et skip per år. Måten vi forecaster balansen på er som sagt ved å la den variere med omsetningen i selskapet. En fallende omsetning vil derfor føre til positive investeringer, noe som i praksis vil bety salg av skip i DHTs tilfelle. Historisk sett har skipene og de andre anleggsmidlene utgjort 445 % av shipping revenues.

Netto arbeidskapital (NWC)

¹⁴² Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) - Valuation: 196

¹⁴³ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) - Valuation: 195

Netto arbeidskapital har historisk sett ligget på rett rundt 3 % av shipping revenues, men har de siste fire årene ligget på rundt 10 %. Vi har derfor valgt å legge arbeidskapitalen på 10 % av shipping revenues gjennom hele forecast-horisonten. Grunnen til det lave snittet, er de første årene av vår analyse, hvor de hadde negativ netto arbeidskapital. Postene som inngår i netto arbeidskapital er poster som er tett knyttet til driften.

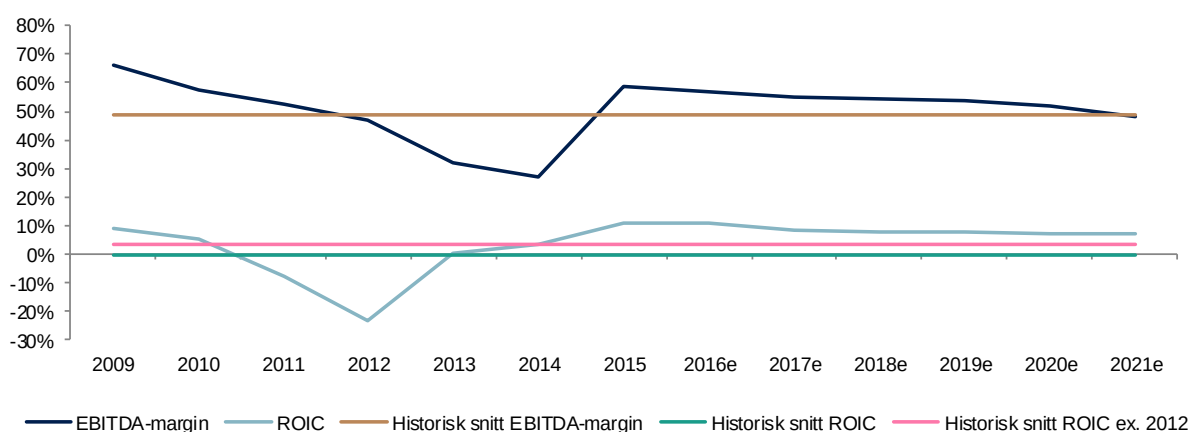
Netto rentebærende gjeld (NIBD)

Netto rentebærende gjeld blir estimert som en prosentandel av den investerte kapitalen. Kapitalstrukturen i pro-forma balansen skal være lik med kapitalstrukturen vi fant gjennom iterasjonsprosessen som er beskrevet under kapittel 7.3. Derfor forventer vi at nettorentebærende gjeld skal utgjøre 52 % av den investerte kapitalen.

6.3.4 Kvalitet på estimer

For å evaluere kvaliteten av våre forecasts er det viktig å se på historisk avkastning og historiske marginer. Dersom fremtidig utvikling avviker signifikant fra historisk utvikling, bør analytikeren ha meget sterke argumenter for å underbygge sine synspunkter. Den forcastede utviklingen er illustrert i figur 6.6.

Figur 6.6 Utvikling verdidrivere



Kilde: sammensatt av forfatterne

Som man kan se, har utviklingen i både ROIC og EBITDA-margin hatt en fallende trend fra 2009 til 2012/2013. Tankmarkedet forbedret seg derimot drastisk i 2014 og 2015, og marginen og avkastningen fulgte naturligvis etter. I vår forecast-horisont, har vi estimert at EBITDA-marginen skal konvergere mot det historiske snittet på rundt 48 %. ROIC vil også være på en fallende trend gjennom horisonten. Det historiske snittet i ROIC har vært på -0.2 % fra 2009 til 2015, og selv om man justerer for det ekstremt dårlige året 2012, så har ROIC snittet på magre 3.7 %. I vår forecast-horisont faller ROIC fra rundt 11 % i 2016 mot 7 % i terminalperioden. Dette har vi skrevet mer om i avsnittet om verdsettelse.

7.0 Estimering av kapitalkostnadene

For å kunne estimere egenkapitalverdien i DHT ved bruk av en DCF, må man også estimere en passende diskonteringsrente. Diskonteringsrenten vi ønsker å estimere er best kjent som WACC - Weighted Average Cost of Capital. Egenkapital- og gjeldsholdere krever en avkastning på investeringen som reflekterer risikoen knyttet til de fremtidige kontantstrømmene. Gjeldsholderne er vanligvis berettiget til å motta kvartalsvis betalinger over gjeldens løpetid, og blir prioritert dersom selskapet skulle misligholde forpliktelsene sine. Derfor må avkastkravene til långiverne og aksjonærene kalkuleres separat. Den generelle formelen for å regne ut WACC er som følger:

$$WACC = r_d * (1 - T) * \frac{NIBD}{EV} + r_e * \frac{E}{EV}$$

7.1 Egenkapitalens avkastningskrav, r_e

Det finnes mange metoder for å estimere egenkapitalens avkastningskrav, men den metoden som hyppigst blir foreslått i finansiell litteratur er den generelle CAPM-modellen. Vi har derfor valgt å bruke denne, og formelen er som følger:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Dette rammeverket hviler på mange teoretiske antagelser, men en evaluering av disse ligger utenfor denne avhandlingens bredde. DHT har bare en type egenkapital (aksjene er for eksempel ikke oppdelt i A-aksjer og B-aksjer).

7.1.1 Den risikofri rente

I CAPM er det første elementet man må estimere den risikofrie renten. Denne renten er definert som et aktivs forventede risikofrie avkastning. For å møte dette kravet må aktivet ha null risiko for misligholdelse og null reinvesteringsrisiko¹⁴⁴. Den mest brukte proxyen for en risikofri rente er derfor statsobligasjoner som matcher forecast-horisonten, utstedt av et land med solid kredittrating (for eksempel AAA)¹⁴⁵. For å håndtere problemet som oppstår ved inflasjon, er det viktig at statsobligasjonen er denominert i den samme valutaen som de underliggende kontantstrømmene¹⁴⁶.

DHTs kontantstrømmer er denominert i US Dollars, og ettersom de er notert i New York, er deres aksjekurs også i US Dollars. For å fange effekten av inflasjon har vi derfor valgt å bruke amerikanske statsobligasjoner som proxy på den risikofrie renten. USA regnes som en av de mest solvente statene i verden, og holder for tiden en AAA rating hos kredittratingbyrået Fitch, AAA hos Moody's og AA+ hos S&P. Man kan derfor anta at risikoen for misligholdelse er lik null.

Ettersom vår forecast-horisont er uendelig, er lange statsobligasjoner å foretrekke som proxy. For å eliminere reinvesteringsrisiko har vi derfor valgt å se på 10 til 30 års lange nulkupongobligasjoner. Obligasjoner med 30 år til forfall vil best matche våre kontantstrømmer, men på grunn av lengden på disse obligasjonene vil det oppstå en likviditetspremie¹⁴⁷. Derfor er den 30 år lange amerikanske statsobligasjonen ikke den foretrukne benchmark for den risikofrie rente. Basert på en 10 års nulkupongobligasjon, estimerer vi en risikofri rente på 1.79 % på datoen for denne analysen¹⁴⁸.

¹⁴⁴ Damodaran, Aswath (2008), "What is the risk free rate? A search for the basic building block": 6

¹⁴⁵ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 249

¹⁴⁶ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 251

¹⁴⁷ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 251

¹⁴⁸ "US 10-Yr" - <http://data.cnbc.com/quotes/US10Y>

7.1.2 Systematisk risiko – beta, β

Det andre elementet i CAPM er målet på systematisk risiko. Beta er en funksjon av forholdet mellom avkastningen på et enkelt verdipapir (aksje) og avkastningen på markedet – ofte målt ved en bred markedsindeks¹⁴⁹. Det finnes mange måter å bestemme den spesifikke beta-verdien, og vi vil i dette avsnittet gå gjennom implikasjonene av de mest brukte metodene. På slutten av avsnittet vil vi estimere DHTs beta ved å bruke gjennomsnittet av de forskjellige estimatene. På denne måten kan vi eliminere deler av feilleddene – noe vi tror vil føre til det beste resultatet¹⁵⁰.

Regresjonsbeta

Beta kan kalkuleres ved å se på historisk avkastning. Den vanligste metoden er å beregne helningen på det lineære forholdet mellom avkastningen på aksjen man vil undersøke og avkastningen på markedet. Selv om dette er en av de vanligste metodene som brukes til å beregne beta, finnes det problemer ved den:¹⁵¹

- Lengden på perioden man måler avkastningen over
- Periodisiteten på målingene innenfor denne tidsperioden
- Valget av indeks til bruk som en markedsproxy
- Den risikofrie renten som meravkastningen skal måles etter

I våre beregninger har vi valgt en tidsperiode på fem år med månedlige observasjoner ettersom dette er det vanligste blant utøvere av faget. Videre har vi valgt å bruke S&P 500-indeksen som mål på markedet. Vi har i tillegg gjort en regresjon mot den brede verdensindeksen MSCI World.

Det første estimatet i tabellen er leveraged beta, som påvirkes av selskapets kapitalstruktur i perioden. Fordi vi i vårt WACC-estimat skal bruke en beta som reflekterer fremtidig kapitalstruktur har vi kalkulert unleveraged beta ved å justere for gjennomsnittlig

¹⁴⁹ Pratt, P. Shannon (2002). Cost of Capital: Estimation and Applications 2nd ed: 80

¹⁵⁰ Damodaran, Aswath (2009), «Estimating Risk Parameters»: 5

¹⁵¹ Pratt, P. Shannon (2002). Cost of Capital: Estimation and Applications 2nd ed: 81

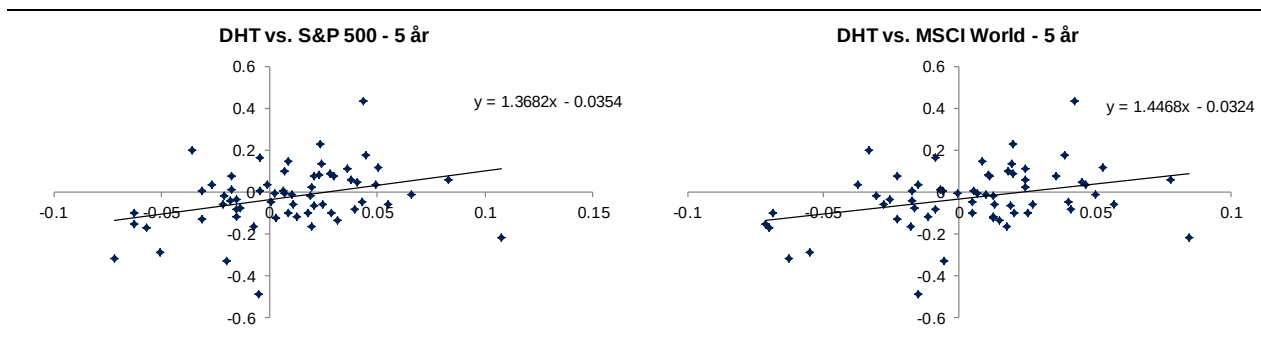
nettorentebærende gjeld/egenkapital over de siste fem årene¹⁵². Som man kan se i figur 7.1, finner vi en leveraged betaverdi på 1.37, og en unleveraged betaverdi på 0.60. Det at vi finner en beta på langt over 1, burde ikke komme som noen overraskelse tatt shippingindustriens volatile natur i betraktning. Vi har i tillegg beregnet betaverdier basert på en 7-årsperiode, noe som gav oss betaverdier på henholdsvis 1.36 (leveraged) og 0.60 (unleveraged). Differansen mellom regresjonene med fem og syv års historikk må med andre ord kunne sies å være innsignifikante. Videre, vil vi også påpeke at betaverdiene vi finner ved å bruke MSCI World også er meget like som de vi finner ved bruk av S&P 500.

Figur 7.1 Betaverdier basert på S&P 500 og MSCI World – 5 og 7 år historiske perioder

	Leveraged	Unleveraged		Leveraged	Unleveraged
Beta S&P 500 - 5 år	1.37	0.60	Beta S&P 500 - 7 år	1.36	0.60
Beta MSCI World - 5 år	1.45	0.64	Beta MSCI World - 7 år	1.41	0.62
Gjennomsnitt	1.41	0.62	Gjennomsnitt	1.39	0.61

Kilde: sammensatt av forfatterne / DHTs årsrapporter / NYSE

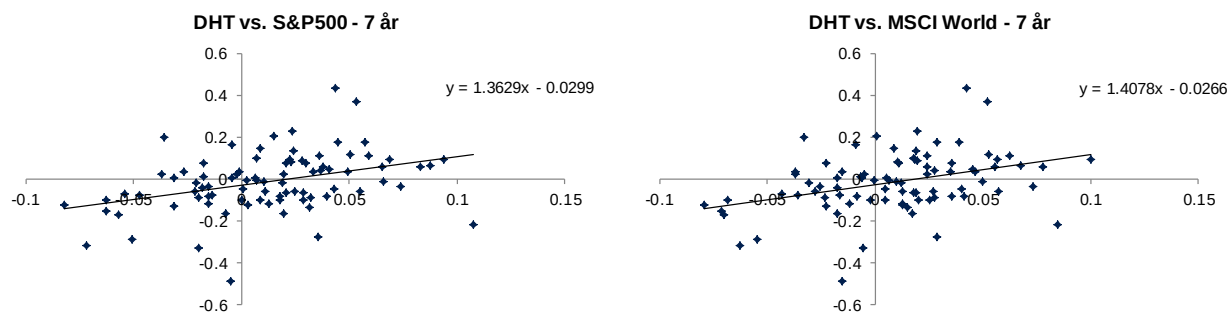
Figur 7.2 Betaverdier basert på S&P 500 og MSCI World – 5 års historikk



Kilde: sammensatt av forfatterne / DHTs årsrapporter / NYSE

¹⁵² Pratt, P. Shannon (2002). Cost of Capital: Estimation and Applications 2nd ed: 84

Figur 7.3 Betaverdier basert på S&P 500 og MSCI World – 7 års historikk

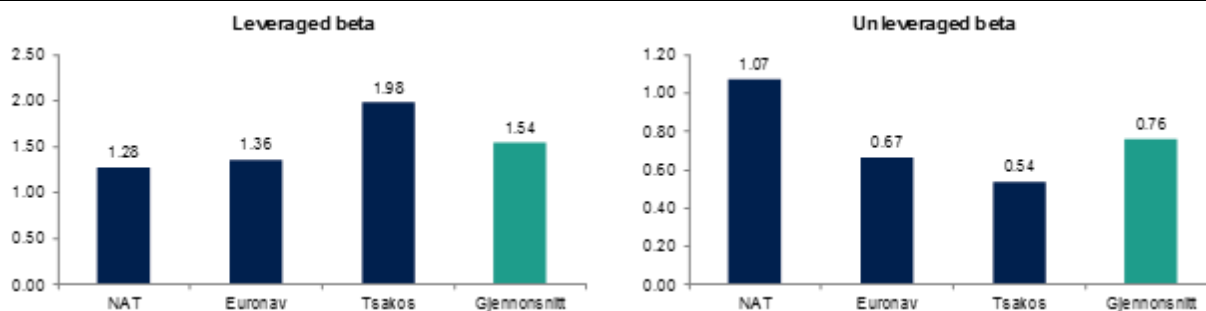


Kilde: sammensatt av forfatterne / DHTs årsrapporter / NYSE

Beta basert på sammenlignbare selskaper

En måte å komme rundt problemet som oppstår som følge av den lave likviditeten er å bruke betaestimer fra sammenlignbare selskaper¹⁵³. Et krav til at man kan bruke denne metoden, er at selskapene har den samme risikoprofilen. Vi har brukt betaestimer fra Google Finance for våre utvalgte sammenlignbare selskaper. Vi har så omregnet disse verdiene til unleveraged beta-verdier for å eliminere effekten av kapitalstruktur¹⁵⁴. Som man kan se, er den gjennomsnittlige unleveraged beta 0.76, noe som er høyere enn estimatene basert på regresjonen beskrevet over.

Figur 7.4 Betaverdier fra sammenlignbare selskaper



Kilde: sammensatt av forfatterne / Google Finance / selskapenes årsrapporter

Industribeta

¹⁵³ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 252

¹⁵⁴ Pratt, P. Shannon (2002). Cost of Capital: Estimation and Applications 2nd ed: 275

Ettersom regresjonsbeta og betaer fra sammenlignbare selskaper har sine ulemper, har vi valgt å se på en tredje måte å estimere egenkapital beta på. Denne metoden er basert på en gjennomsnittlig beta for forskjellige industrier, og blir sammensatt av forskere som Damodaran. I hans kalkulasjoner fra januar 2016 estimerer han at industrien «Shipbuilding & Marine» har en snittbeta på 1.24. Dette er basert på en analyse av 11 selskaper i industrien. Sammenlignet med de andre metodene vi har brukt (regresjon og sammenlignbare selskaper) burde denne metoden inneholde færre «sourcing errors».

Beta basert på fundamentale faktorer

Figur 7.5 Fundamentale faktorer

Typen operasjonell risiko	Vurdering av risiko	Selskapets evne til å håndtere operasjonell risiko
Ekstern risiko		
Olje-etterspørsel	høy	Risiko for endringer i olje-etterspørsel (syklisk)
Ordrebok nye fartøy	medium	Medium/høy ordrebok
Lovgivning/regulatorisk endringer	høy	Nye lover og reguleringer fortløpende
Strategisk risiko		
Rivalisering blant konkurrenter	høy	Høye exit-barrierer
Selgers forhandlingskraft	medium	Pris på olje høy risiko, skipsverft stor kapasitet lav risiko
Kunders forhandlingskraft	høy	Store selskaper med mange valg av operatør
Substitutter	lav	Tog og rørledninger + fornybar energi
Markedsvekst	medium	Peak-marked, men industrien er meget syklisk
Kostandsinflasjon	medium	Mannskapskostander stabil, oljepris varierer
Evne til å justere priser	høy	Markedet bestemmer prisen, kan ikke påvirke
Operasjonell risiko		
Utnyttelse av flåten	høy	2015 god utnyttelse, men markedet er meget syklisk
Kvalitet på ledelse	lav	Sterk ledelse, se VRIO
Kostnader	høy	Store kostnader knyttet til drivstoff, avhengig av oljepris
Kvalitet flåte	medium	Medium gjennomsnittsalder på flåte, relativt moderne
Nybygg risiko	høy	Stor kapasitet hos verft
Total vurdering av operasjonell risiko : Høy		
Typen finansiell risiko	Vurdering av risiko	Selskapets evne til å håndtere operasjonell risiko
Finansiell leverage	Medium	Medium giring sammenlignet med industrien
adgang til finansielle markeder	Lav	God adgang til nye kredittfasiliteter
Detaljer lån		
Variable renter	Medium	
Tid til forfall	Medium	
Utenlands valuta	Lav	Opererer utelukkende i USD (Gjeld, inntekter og utgifter)
Total vurdering av finansiell risiko: Nøytral		

Kilde: sammensatt av forfatterne

Den siste måten teoretikere foreslår, er å finne en betaverdi gjennom å analysere de fundamentale faktorene. Gjennom vår strategiske og finansielle analyse har vi opparbeidet oss en god innsikt i DHTs operasjonelle og finansielle posisjon, og gjennom å benytte denne innsikten har vi gjort en risikovurdering av operasjonell-, så vel som finansiell risiko. Basert på denne analysen har vi klassifisert DHTs operasjonelle risiko som høy og den finansielle risiko som nøytral. Overordnet er derfor risikoen klassifisert som høy, noe som impliserer en unleveraged beta på et sted mellom 1.15 og 1.4¹⁵⁵. Vi har derfor valgt å bruke en fundamental beta på 1.25.

Unleveraged beta-estimat

Basert på de forskjellige teoretiske fremgangsmåtene, har vi kommet frem til unleveraged beta-estimer i området fra 0.60 til 1.25. Dette må sies å være et nokså stort spenn, og for å redusere betydningen av feil, har vi valgt å bruke et snitt av alle metodene. Vi estimerer derfor en unleveraged beta for DHT på 0.87. Dette er et mer sannsynlig estimat enn resultatet fra regresjonen på 0.78 ettersom tankemarkedet er syklisk – med en oppfattet risiko som er høyere enn det en beta på 0.78 kan forklare. I det lange løp har beta en tendens til å konvergere mot markedssnittet på 1. Bloomberg har utviklet en metode for å justere for denne tendensen, og basert på dette, kalkulerer vi en beta på 0.91.¹⁵⁶

7.1.3 Equity risk premium – egenkapitalens risikopremie

Egenkapitalens risikopremie kalkuleres som den historiske meravkastningen på aksjemarkedet – og vil derfor variere over tid. Den vanligste måten å estimere denne på, er ved å referere til bøker og artikler¹⁵⁷. Brealey og Meyers (2008) foreslår en risikopremie på 7.6 %¹⁵⁸. Koller et. al. estimerer en premie på et sted mellom 4.5 % og 5.5 %¹⁵⁹. I tillegg estimerer Damodaran en premie på 5.7 %, og vi har valgt å bruke hans estimat¹⁶⁰. Vi setter dermed egenkapitalens risikopremie til 5.7 %.

¹⁵⁵ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 262

¹⁵⁶ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) – Valuation: 253

¹⁵⁷ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 264

¹⁵⁸ Brealey, A., Myers, S., Allen, F., (2008). *Principles of corporate finance*. 9th ed: 215

¹⁵⁹ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) - Valuation: 236

¹⁶⁰ Damodaran (2012): Dataset: Risk premium for other markets

7.1.4 Likviditetspremie

Den siste faktoren i egenkapitalens avkastningskrav er likviditetspremien. Denne premien refererer til omkostningen og problemet med å konvertere aksjer og aktiver til kontanter. I amerikanske målestokk er volumet i DHT-aksjen relativt lavt, og det kan dermed oppstå problemer med omsetningen av aksjene. For å løse dette problemet har forskere funnet ut at investorer justerer deres avkastningskrav med 3-5 %¹⁶¹. Vi har derfor valgt å legge til en likviditetspremie på 4 % til vårt endelige estimat på egenkapitalens avkastningskrav.

7.2 Avkastningskravet på gjelden

Avkastningskravet på fremmedkapitalen reflekterer kreditorenes avkastningskrav for å gjøre utlån til selskapet. Derfor vil naturligvis avkastningskravet variere mellom forskjellige selskaper basert på den finansielle og den operasjonelle risikoen. Avkastningskravet kalkuleres som en kredittspread over den risikofrie renten, og baseres på kredittratingen selskapet får¹⁶². DHT har en rekke kredittfasiliteter som de i all hovedsak har skaffet seg for å finansiere kjøp av skip. I årsrapportene oppgis renten på disse fasilitetene som en rentemargin over LIBOR, og man har derfor en relativt god oversikt over hva banker og andre kreditorer krever for å låne penger til DHT. I tillegg til dette, har vi, gjennom en forlengelse av den finansielle analysen, gjort en kredittrating av selskapet for å estimere kreditorenes avkastningskrav.

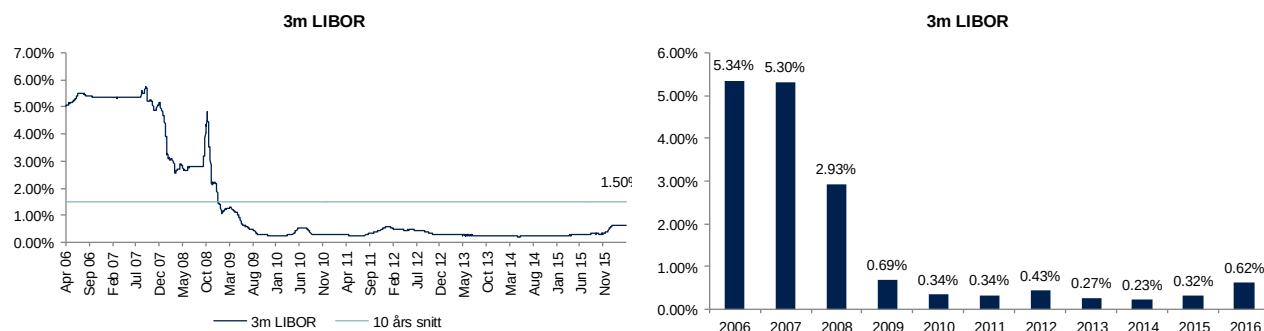
Som nevnt over, er renteomkostningene på DHTs gjeld satt som tre måneders LIBOR (London Interbank Offered Rate), pluss en gitt rentemargin. Dette vil si at DHTs årlige rentebetalinger har en høy eksponering mot endringene i LIBOR, og for å estimere DHTs renteomkostninger må vi derfor ha en formening om LIBOR. Dette har vi gjort ved å se på LIBOR de siste ti årene, og fordi vi ikke har noen formening om hvordan renten skal utvikle seg i fremtiden, har vi valgt å bruke gjennomsnittet de siste ti årene som vårt anslag på LIBOR i fremtiden. Tre måneders LIBOR basert på US Dollars har snittet på 1.50 % gjennom

¹⁶¹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 265 og Pratt, P. Shannon (2002). Cost of Capital: Estimation and Applications 2th ed: 77

¹⁶² Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 265

de siste ti årene, og vi har derfor brukt dette som vårt estimat¹⁶³. Et alternativ ville være å bruke dagens notering på omtrent 0.63 % (1. april 2016), men fordi dagens rentenivåer er ekstremt lave, og fordi vi estimerer verdien av selskapet inn i uendeligheten, har vi valgt å bruke gjennomsnittet.

Figur 7.6 3 måneders LIBOR



Kilde: sammensatt av forfatterne / Federal Reserve Economic Research

En oppsummering av DHTs rentebærende gjeld kan sees i følgende tabell. Basert på rentemarginen på disse fasilitetene og den gjennomsnittlige tre måneders LIBOR over de siste ti årene, estimerer vi gjennom et vektet snitt at avkastkravet på DHTs gjeld er 3.95 %. Justert for den risikofrie renten, estimerer vi derfor avkastningskravet til DHTs gjeld på 5.74 %.

Figur 7.7 DHTs kredittfasiliteter og rentemarginer

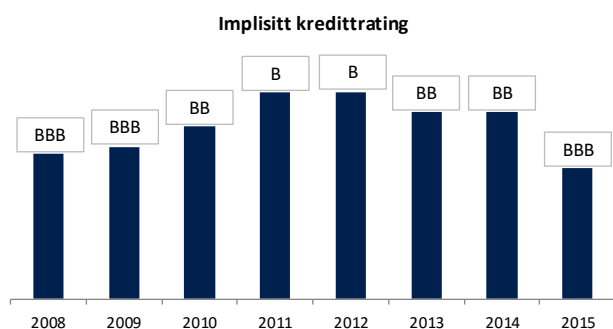
	3m LIBOR 10 års snitt	Rentemargin	Bokført verdi 2015	Vekt	3m LIBOR + rentemargin
RBS Credit Facility	1.50%	LIBOR + 1.75%	80,500	12%	3.25%
DHT Phoenix Credit Facility	1.50%	LIBOR + 2.75%	0	0%	4.25%
DHT Eagle Credit Facility	1.50%	LIBOR + 2.50%	0	0%	4.00%
DHT Hawk/Falcon Credit Facility	1.50%	LIBOR + 2.50%	41,017	6%	4.00%
Nordea Credit Facility	1.50%	LIBOR + 2.50%	276,730	42%	4.00%
New Credit Agricole Credit Facility	1.50%	LIBOR + 2.19%	36,082	5%	3.69%
Danish Ship Finance Credit Facility	1.50%	LIBOR + 2.25%	48,960	7%	3.75%
Nordea/DNB Credit Facility	1.50%	LIBOR + 2.25%	50,000	8%	3.75%
Convertible Senior Notes		4.50%	129,179	19%	4.50%
Total bokført verdi 2015			662,468	100%	3.95%

Kilde: sammensatt av forfatterne / DHT Holding Inc – Årsrapport 2015

¹⁶³ "3-month London Interbank Offered Rate (LIBOR)"

Som et tillegg for å se på hva DHT betaler i renter på sine eksisterende kredittfasiliteter, har vi valgt å gjøre en kredittrating av selskapet. Ettersom DHT ikke er ratet hos noen av de tre store kredittratingbyråene, har vi valgt å konstruere en syntetisk rating basert på finansielle nøkkeltall for de siste åtte årene. Denne metoden blir brukt av banker og andre kredittinstitusjoner, og blir også anbefalt teoretikere¹⁶⁴.

Figur 7.8 Implisitt kredittrating



Kilde: sammensatt av forfatterne / Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis / S&P

Basert på resultatene av kredittanalysen har vi valgt å gi DHT kredittratingen BB. I henhold til Standard & Poor's kredittrating guide er selskaper med en BB rating; «less vulnerable in the near-term but faces major ongoing uncertainties to adverse business, financial and economic conditions»¹⁶⁵. Ratingen støtter resultatet vi fant i vår fundamentale beta-analyse, ettersom den operasjonelle risikoen oppfattes som høy og den finansielle risikoen oppfattes som nøytral. Ifølge Plenborg kan denne ratingen oversettes til en kredittspread på 2.6 – 11.2 %¹⁶⁶. Ettersom DHTs aktiver er mobile, verdifulle og det finnes et transparent annenhåndsmarked for skipene, er vi av den oppfatningen av at kredittspreaden ligger i den lave ende av intervallet.

Vårt beste mål på avkastningskravet på DHTs gjeld er derfor 3.95 %. Justert for den risikofrie renten, gir dette et avkastningskrav på gjelden på 5.74 %.

¹⁶⁴ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 291

¹⁶⁵ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 278

¹⁶⁶ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 291

Skattesats

Ettersom frie kontantstrømmer kalkuleres etter skatt, er vi i prinsippet nødt til å justere kapitalomkostningene fordi renteomkostninger gir skattefradrag. Ettersom DHT er registrert i Bermuda, betaler de ikke skatt, og vi vurderer det derfor som at DHTs skattesats er lik 0. Vi setter derfor skattesatsen lik 0.

7.3 Kapitalstruktur

Det siste steget i vårt WACC-estimat er kapitalstrukturen i selskapet. Ettersom WACC representerer den forventede avkastningen på en alternativ investering med identisk risiko, er det viktig å bruke markedsverdier. De bokførte verdiene representerer derfor en historisk omkostning¹⁶⁷

En mulig fremgangsmetode er å estimere en mål-gjeldsgrad for selskapet ved å subtrahere den nåværende verdien av gjelden fra enterprise value for å få verdien av egenkapitalen. Denne metoden gir korrekt verdi av egenkapitalen dersom gjeldsgraden vil bevege seg mot et fastbestemt mål, og er egnet til analyse av oppkjøp samt kapitalbudsjettering. Men i denne avhandlingen er målet vårt å estimere den fundamentale verdien av den marginale aksjen i DHT, noe som er ansett som en passiv investering hvor investoren har liten påvirkningskraft på gjeldsgraden i selskapet. I praksis vil selskapets fremtidige kontantstrømmer påvirke gjeldsgraden. Ettersom de fremtidige kontantstrømmer er estimerer som innebærer en viss grad av usikkerhet, gir det ingen mening å bruke en mål-gjeldsgrad. Når man estimerer verdien av egenkapitalen i en passiv investering burde man heller basere seg på den estimerte verdien av egenkapitalen ettersom gjeldsgraden er ukjent. For å korrigere for sirkularitet vil vi derfor bruke en iterativ prosedyre.¹⁶⁸

¹⁶⁷ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) – Valuation: 262

¹⁶⁸ Patrick Larkin (2011): "To Iterate or not to iterate? Using the WACC in equity valuation": 1-2

Figur 7.9 Iterativ prosess

Forsøk	WACC	Beginning VE	FCFF Firm value	FCFF MV
1	0.099668	534,816	923,833	425,179
2	0.094991	425,179	967,519	468,865
3	0.096982	468,865	948,313	449,659
4	0.096129	449,659	956,422	457,768
5	0.096493	457,768	952,938	454,284
6	0.096338	454,284	954,424	455,770
7	0.096404	455,770	953,788	455,134
8	0.096376	455,134	954,060	455,406
9	0.096388	455,406	953,943	455,289
10	0.096383	455,289	953,993	455,339
11	0.096385	455,339	953,972	455,318
12	0.096384	455,318	953,981	455,327
13	0.096384	455,327	953,977	455,323
14	0.096384	455,323	953,979	455,325
15	0.096384	455,325	953,978	455,324
16	0.096384	455,324	953,978	455,324

Kilde: sammensatt av forfatterne / Patrick Larkin

Prosedyren starter ved at man estimerer dagens markedsverdi av gjelden. Markedsverdien av gjelden er ikke transparent ettersom det er lite som offentliggjøres i årsrapportene, og vårt beste bud på markedsverdien av gjelden blir derfor de bokførte verdiene. Deretter bruker man de andre parameterne som man anvender i kalkulasjonen av WACC i den iterative prosessen. Disse har vi allerede estimert i de foregående avsnittene. Det første skrittet i den iterative prosessen er at man kalkulerer den nåværende kapitalstrukturen i WACC basert på observert markedsverdi av egenkapitalen og gjeld (vi bruker som sagt bokførte verdier). Endringer i kapitalstrukturen vil dermed endre WACC. Det neste skrittet er å bruke den estimerte verdien av egenkapitalen i en ny beregning av WACC fordi den estimerte verdien av egenkapitalen fører til en ny gjeldsgrad. Ved å anvende den nye gjeldsgraden, finner vi en ny WACC og en ny egenkapitalverdi. Denne prosessen gjentas helt til den estimerte verdien av egenkapitalen er lik verdien som man bruker i beregningen av WACC. Den iterative prosessen er oppsummert i figur 7.9.

Som man kan se i tabellen, brukte i 16 forsøk, og vi finner en kapitalstruktur med 52% gjeld og 48% egenkapital. Vår estimerte WACC blir dermed på 9.64%.

8.0 Verdsettelse

8.1 Discounted cash flow (DCF)

DCF-modellen er en av de aller mest brukte verdsettelsesmetodene, og vi har beskrevet teorien som ligger til grunn i kapitel 1. Vi har beregnet DHTs FCFF gjennom pro-forma resultatoppgjørelsen og balansen. Estimert FCFF kan ses i følgende tabell.

Figur 8.1 Pro-forma kontantstrøm

Pro-forma cash flow	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	148,588	115,676	105,137	95,410	80,792	73,351	75,185
Depreciation	69,980	66,101	60,949	56,961	50,495	51,757	53,051
Change in NWC	-4,378	5,295	2,576	1,994	3,233	-631	-647
Investments	-267,003	11,489	42,078	22,800	78,826	-77,005	-78,930
FCFF	-52,813	198,560	210,740	177,165	213,346	47,472	48,659

Kilde: sammensatt av forfatterne

Kontantstrømmen er negativ i 2016 som følge av at DHT vil ta levering av fem VLCCer i løpet av året. Som vi har beskrevet tidligere, så ønsker vi estimerer vi en vekst på 2.5 %, noe som medfører investeringer på omtrent USD 78m, tilsvarende en VLCC. Videre kan man se at ettersom DHT vokser inn i terminalperioden, vil kontantstrømmen fra endringer i netto arbeidskapital være negativ ettersom mer kapital vil bli bundet opp i driften ettersom DHTs inntjening vokser.

For å finne nåverdien av de frie kontantstrømmene til virksomheten bruker vi WACC som vi beregnet under kapitel 7. Grunnen til at vi diskonterer med WACC, er at kontantstrømmene tilfaller både eierne av egenkapitalen og eierne av gjelden i selskapet. WACCen er estimert til 9.64 %. Basert på dette, estimerer vi en enterprise value på USD 953m som reflekterer den totale verdien av alle fremtidige kontantstrømmer til aksjonærer og kreditorer i DHT.

For å komme frem til markedsverdien av egenkapitalen, subtraherer vi markedsverdien av gjelden ultimo 2015. Som vi har vært inne på tidligere, bruker vi bokførte verdier av gjelden som et estimat på markedsverdien i mangel av faktiske markedsverdier. Da ender vi på en estimert markedsverdi av egenkapitalen på USD 455.324m. DHT har 92.85 millioner aksjer utestående, og den estimerte verdien per aksje blir derfor på USD 4.90.

Omtrent 41 % av enterprise value skapes i terminalperioden. Dette er relativt lavt, men som forventet ettersom vi mener at DHT er et modent selskap. En annen årsak er at vi estimerer fallende inntjening gjennom hele forecast-perioden.

Figur 8.2 DCF

DCF	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
FCFF	-52,813	198,560	210,740	177,165	213,346	47,472	48,659
WACC	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%
Diskonteringsfaktor	0.912089	0.831906	0.758773	0.692068	0.631228	0.575736	0.525122
NPV FCFF	-48,171	165,183	159,904	122,610	134,670	27,331	
NPV FCFF i forecast-perioden	561,528						
Terminalvekst	2.50%						
NPV FCFF i terminal-perioden	392,450						
Estimert EV	953,978						
Nettorentebærende gjeld	-498,654						
Estimert markedsverdi av EK	455,324						
Antall aksjer	92,850						
Estimert verdi per aksje	4.90						

Kilde: sammensatt av forfatterne

8.2 Economic value added (EVA)

Figur 8.3 EVA

EVA	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	148,588	115,676	105,137	95,410	80,792	73,351	75,185
Investert kapital, primo	1,236,544	1,437,945	1,355,061	1,249,458	1,167,703	1,035,149	1,061,028
WACC	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%	9.64%
Kapitalomkostninger	119,183	138,595	130,606	120,428	112,548	99,772	102,266
EVA	29,404	-22,919	-25,469	-25,018	-31,756	-26,421	-27,082
Diskonteringsfaktor	0.912089	0.831906	0.758773	0.692068	0.631228	0.575736	
NPV av EVA	26,819	-19,067	-19,325	-17,314	-20,045	-15,212	
Investert kapital, primo	1,236,544						
NPV av EVA i forecast-perioden	-64,144						
Terminalvekst	2.50%						
NPV av EVA i terminalperioden	-218,422						
Estimert EV	953,978						
Nettorentebærende gjeld	-498,654						
Estimert markedsverdi av EK	455,324						
Antall aksjer	92,850						
Estimert verdi per aksje	4.90						

Kilde: sammensatt av forfatterne

For å forstå hvordan DHT skaper verdi til sine aksjonærer, har vi valgt å supplere DCF-analysen med en EVA-modell. Teorien bak modellen er beskrevet i avsnitt 1.2.8. Det er viktig å presisere at begge disse metodene skal gi samme verdi ettersom de bygger på de

samme antakelsene. Markedsverdien av DHTs investerte kapital primo 2016 var ~USD 1,237m, og den komplette EVA-modellen kan ses i figur 8.3.

EVA-modellen hviler på de samme antakelsene som DCF-modellen, men utleder verdien av selskapet ved å se på hvordan selskapet genererer verdi for aksjonærene. I stedet for å bruke kontantstrømmer, bruker vi i EVA-modellen NOPAT justert for kapitalomkostningene direkte.

EVA-modellen forteller en annen historie enn DCF-modellen. Fordi EVA-modellen, til forskjell fra DCF-modellen, skiller ut kapitalomkostningene er det mulig å se om DHT faktisk skaper verdi til sine aksjonærer. Som man kan se i EVA-beregningen, er det bare i 2016 at DHT faktisk skaper verdi. I alle de andre årene, inkludert terminalperioden, bryter faktisk DHT ned aksjonærverdien. Dette kan ses i sammenheng med at DHT gjennom hele perioden (sett bort fra 2016) har en ROIC som er lavere enn WACCen. Som vi var inne på i forecasting, har DHT siden 2009 hatt en ROIC på i snitt -0.2 %. Justerer man for år 2012, som var et ekstremt dårlig år, drevet av store nedskrivninger, har ROIC i snitt vært på 3.7 %. På grunn av den historisk sett verdidestruerende driften i DHT, har vi ingen grunnlag for å estimere en høyere ROIC enn 7 % i terminalperioden. Gitt vårt WACC-estimat på 9.64 %, så vil vekst være verdiforringende for DHTs aksjonærer.

Modellen viser oss hvorfor DHT prises til under bokførte verdier – verdien av selskapet ligger i kapitalen som allerede er investert, og ikke i fremtidig drift. Vår estimerte verdi av egenkapitalen i DHT antyder en pris/bok på ~0.62x i 2015 og ~0.66x i 2016. Dette vil vi komme tilbake til i avsnittet om relativ verdsettelse. Den negative EVA i forecast- og terminal-perioden indikerer at videre vekst faktisk er verdidestruerende gitt selskapets kapitalomkostninger.

8.3 Relativ verdsettelse

Før vi kan komme med anbefaling for en potensiell investor i DHT, vil vi også gjennomføre en relativ verdsettelse ved å se på forward-multipler. Når man bruker multipler til verdsettelse av selskaper, er det essensielt at man bruker de korrekte multiplene. Empiri

har vist at forward-multipler er bedre indikatorer på verdi enn historiske, og vi vil derfor se på estimatene til analytikerne som dekker selskapene i vår gruppe av sammenlignbare selskaper¹⁶⁹. I den følgende tabellen har vi oppsummert de multiplene vi har valgt å bruke, samt hvorfor valget har falt på disse.

Figur 8.4 Verdsettelsesmultipler

Multipl:	Styrker:	Tar ikke hensyn til:
P/B	Illustrerer hvordan markedet verdsetter tankselskapenes aktiver (som hovedsakelig består av skip). En sammenlikning mellom markedsverdier og bokførte verdier viser hvordan selskapenes aktiver prises i forhold til hverandre	Solvensgrad
EV/EBIT	Subtraherer avskrivninger fra inntjeningen, noe som er nødvendig fordi avskrivningene burde være lik med investeringene på lang sikt Mer fordelaktig enn P/E når sammenlignbare selskaper har forskjellig solvensgrad	Skattesats Avskrivninger Kapitalomkostninger
EV/EBITDA	Forteller mer om et selskaps verdi enn noen annen multipl ettersom verdidriveren er en kontantstrømbasert verdsetteselsformel Tankselskaper bruker forskjellig avskrivningstakt, og denne multiple tar høyde for dette fordi den utelater avskrivninger	Skattesats Kapitalomkostninger
EV/Sales	Nyttig når inntjeningen er volatil og ikke representativ for langsiktig inntjening	Skattesats Kapitalomkostninger EBITDA-margin

Kilde: sammensatt av forfatterne / Plenborg

Vi har valgt å utelate P/E-multiplene fordi den påvirkes av selskapenes kapitalstruktur og ikke bare drift.

I tillegg bør de sammenlignbare selskapene man velger bestå av selskaper med lignende utsikter for vekst og ROIC¹⁷⁰. Etter vår vurdering av de sammenlignbare selskapene, har vi kommet frem til at utsiktene er relativt like for alle. I shipping sier man ofte at tidevannet løfter alle båter, og våre rateanslag for fremtiden burde være anvendelige også for konkurrentene. Derfor mener vi at vår gruppe av sammenlignbare selskaper passer godt for en verdsettelse av DHT.

¹⁶⁹ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) - Valuation: 311

¹⁷⁰ Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) - Valuation: 305

En annen ting man må være bevisst på når man utfører verdsettelse basert på multipler, er beregningen av gjennomsnitt. Ifølge teoretikere, vil bruk av harmoniske gjennomsnitt generere mer presise verdiestimer enn multipler basert på geometrisk gjennomsnitt, median og verdivektet gjennomsnitt¹⁷¹. Vi har derfor valgt å benytte oss av det harmoniske snittet, og når vi nå skriver om snittet, er det det harmoniske snittet vi refererer til.

Figur 8.5 Verdsettelsesmultipler

	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/B		
	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
NAT	5.1x	5.5x	5.4x	7.4x	9.0x	8.1x	8.7x	9.7x	8.1x	1.5x	1.6x	1.6x
Euronav	3.0x	3.4x	3.5x	4.5x	5.3x	5.7x	7.6x	11.1x	16.9x	0.9x	0.9x	0.9x
Tsakos	4.1x	3.4x	3.0x	6.6x	5.6x	5.0x	10.9x	9.2x	8.6x	0.4x	0.3x	0.3x
Harmonisk snitt	3.9x	3.9x	3.7x	5.9x	6.2x	6.0x	8.8x	9.9x	10.1x	0.7x	0.6x	0.6x
DHT	2.7x	3.1x	3.4x	4.7x	5.7x	6.2x	6.9x	8.9x	9.8x	0.8x	0.8x	0.9x

Kilde: sammensatt av forfatterne / FactSet

Basert på våre estimer for DHT, finner vi en 2016e EV/Sales på 2.7x. Dette er lavere enn snittet av de sammenlignbare selskapene på 3.9x. DHT ser også billigere ut enn de sammenlignbare selskapene basert på EV/sales i både 2017 og 2018. Generelt sett, gjelder dette for alle de operasjonelle multiplene. På 2016e EV/EBITDA kalkulerer vi en multiplere på 4.7x, mens de sammenlignbare selskapene handler i snitt på 5.9x. EV/EBIT 2016e er på 6.9x, mot sammenlignbare selskaper på 8.8x. En multiplere som derimot underbygger vårt syn om at DHTs verdi ligger i den kapitalen som allerede er investert, er pris-bok. Basert på denne multiplere, ser DHT dyrere ut enn de sammenlignbare selskapene. Multiplene på de sammenlignbare selskapene er basert på konsensusestimater samlet inn fra FactSet¹⁷².

9.0 Sensitivitetsanalyse

For en investor er det viktig å forstå hva som påvirker den estimerte aksjekursen, og hvor sensitiv den er til endringer i disse faktorene. Den estimerte aksjekursen hviler på en rekke forutsetninger, og vi vil i dette avsnittet undersøke estimatets sensitivitet til noen av dem.

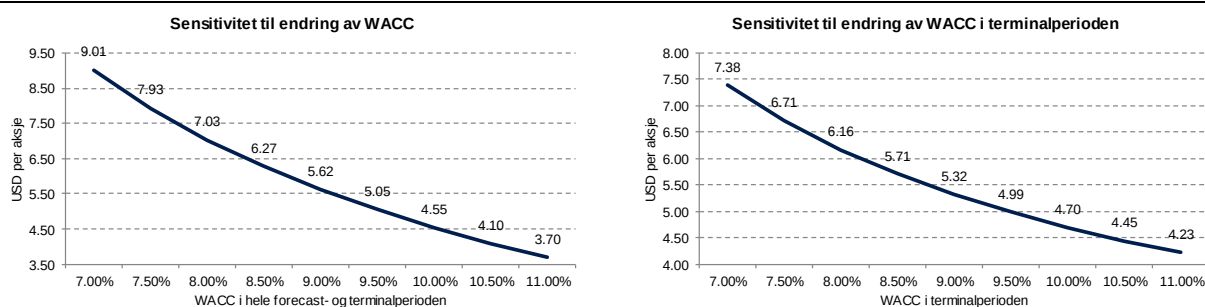
Fordi vi bruker WACC til å diskontere verdien av alle fremtidige kontantstrømmer, er det naturlig at den estimerte verdien vil variere kraftig avhengig av hvilken WACC man bruker.

¹⁷¹ Plenborg & Petersen (2012) – Financial Statement Analysis: 234

¹⁷² FactSet

Vi har estimert WACC ved å bruke anerkjente, teoretiske metoder, men innser at det kan forekomme feil i estimeringen. Dersom WACC i hele forecast perioden var 7 % i stedet for 9.64 % som vi har estimert, kan man se at vi ville fått en estimert aksjekurs på omtrent USD 9 per aksje. Bruker man derimot en WACC på 11 %, vil den estimerte verdien falle til USD 3.70 per aksje. Effekten vil ha lignende innvirkning dersom man kun ser på sensitiviteten til endring av WACC i terminalperioden.

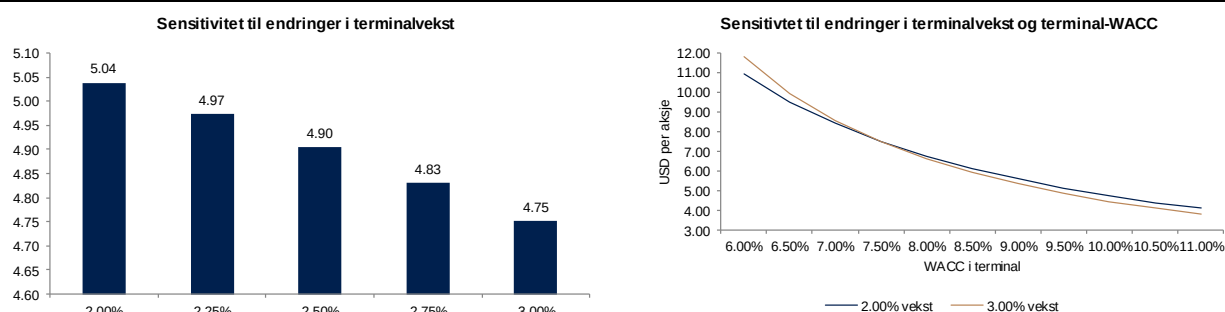
Figur 9.1 Sensitivitet til endring i WACC



Kilde: sammensatt av forfatterne

Vi har tidligere vært inne på at fordi WACC er høyere enn ROIC gjennom hele vår forecastperiode (også i terminalperioden), så er faktisk vekst i omsetningen ikke verdiskapende for DHTs aksjonærer. Dersom man klarer å senke WACCen, kan dog vekst være positivt for aksjonærene. Vi estimerer som sagt en ROIC på 7 % i terminalperioden, og da er det åpenbart at dersom DHT kan redusere WACC til et nivå som er lavere enn dette, så vil vekst være positivt for aksjonærene. Dette er illustrert i de følgende grafene.

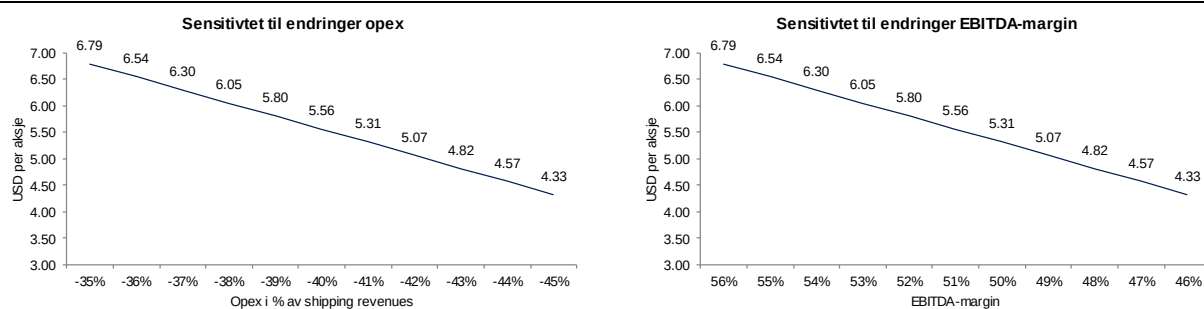
Figur 9.2 Sensitivitet til endringer i terminalvekst



Kilde: sammensatt av forfatterne

I våre antagelser utgjør OPEX rett i underkant av 43 % i terminalperioden, noe som er likt med det historiske snittet til selskapet. Dersom DHT skulle være i stand til å redusere omkostningene sine, som vil føre til forbedret EBITDA-margin, vil det være positivt for aksjonærene. Basert på våre estimer, oppnår DHT en EBITDA-margin på 48.3 % i terminalperioden. Ved en moderat stigning til 50 %, ville vår estimerte aksjekurs øke til USD 5.31 per aksje, og videre til USD 6.79 per aksje med en langsiktig EBITDA-margin på 56 %.

Figur 9.3 Sensitivitet til endringer i OPEX og EBITDA-margin



Kilde: sammensatt av forfatterne

10.0 Konklusjon

Hovedformålet med denne avhandlingen har vært å bestemme «fair» egenkapitalverdi for en investor i DHT Holdings Inc den 01. April 2016. Basert på vår selskaps- og markedsanalyse setter vi en salgsanbefaling med kursmål USD 4.90.

DHT er det yngste selskapet blant peersene med en årlig omsetning på USD 365 millioner i 2015. Over de siste åtte årene har selskapet vokst med 1.5 fartøy per år, og har i dag en flåte på totalt 23 fartøy inkludert 3 nybygg med levering i 2016. Siden IPO i 2007 har DHT levert en horribel gjennomsnittlig avkastning. I 2014 snudde trenden, og aksjonærenes avkastning har blitt bedret betraktelig siden da.

DHTs kombinerte ressurser er noe unikt i tankmarkedet, i form av en moderne flåtekomposisjon, gode kunderelasjoner, en erfaren ledelse og finansielle ressurser på høyde med peers. Sammenlignet med det gjennomsnittlige markedet forventer vi derfor at DHT vil gjøre det noe bedre.

DHTs finansielle posisjon er på linje med peersene. De har en ROIC på 12.57 % i 2015, noe som ligger rundt snittet til peersene. Det samme kan sies om «profit margin». De har økt inntjeningen med over 200 % det siste året, i tillegg til å holde kostnadene nede. Omløpshastigheten på investert kapital er stigende, noe som underbygger bedringen i ROICen. Likviditetsrisikoen på lang- og kort sikt er noe høyere enn peersene, men befinner seg fortsatt på et sunt nivå. DHT har også rent historisk hatt en lav likviditetsrisiko. En positiv spread i 2015 indikerer at gjeldsopptagelsen de siste årene har vært positivt for aksjonærene. Rent finansielt befinner DHT seg på et anstendig nivå.

Vi argumenterer for at den viktigste fundamentale driveren av etterspørsel etter tankskip er vekst i global oljeetterspørsel. Basert på moderat vekst i verdensøkonomien gjennom vår investeringshorisont, forventes det at oljeetterspørselen vil utvikle seg i omtrent samme tempo. Oljeetterspørselen tegner dog ikke hele bildet, ettersom etterspørselen etter tankskip måles i tonn-mil. Distansefaktoren forventes å føre til at etterspørselen etter transport vil øke marginalt hurtigere enn den underliggende oljeetterspørsel.

Utsiktene er likevel ikke veldig positive ettersom det forventes at tilbudssiden vil vokse langt hurtigere enn etterspørselen. Over de tre neste årene, forventer vi at etterspørselen etter tankskip vil øke med 2 %, 1.1 % og 1.9 %, mens nominell flåtevekst er ventet å komme inn på 3.4 %, 4.6 % og 3 % i de samme årene. Dette vil føre til en svekkelse i flåtens produktivitet, og vi forventer en normalisering av dagsratene i 2020.

Basert på en risikovurdering av DHT, beregner vi en WACC på 9.64 %. I vår DCF-modell, ser vi en nedside i aksjekursen på 15 %, og vår EVA-modell viser at selskapet faktisk destruerer verdi for aksjonærene gjennom hele forecast-perioden. Dette kommer av at vi ikke tror at DHT vil være i stand til å løfte avkastningen på den investerte kapitalen til et nivå som ligger over vår estimerte WACC på lang sikt. Derfor ser vi at DHT prises til under bokført verdi av egenkapitalen. Til tross for dette, ser DHT billig ut relativt til sammenlignbare selskaper basert på konsensusestimater. Etter vår mening, veier dette likevel ikke opp for at DHTs drift destruerer verdi, og vi anbefaler investorer å selge aksjen. Vi påpeker også at vårt verdiestimat på DHTs egenkapital er sensitivt til endringer, og mener at dersom de ikke skulle klare å leve opp til våre forventninger, så vil nedside være enda større enn 15 %. Motsatt vil en mer positiv utvikling enn hva vi forespeiler oss kunne representere en oppside i aksjekursen.

11.0 Avhandling I perspektiv

Det er en rekke metoder en analytiker kan benytte for å verdsette egenkapitalen til et selskap. Alternativt til metodene benyttet i denne avhandlingen kunne man brukt «Net Asset Value» (NAV) modellen til å kalkulere «fair» aksjepris for DHT. Det kunne enten blitt gjort ved å kalkulere avkastning per fartøy eller ved å estimere flåteverdien basert på annenhånds verdier. Sistnevnte er en meget vanlig tilnærming blant analytikere. De tar utgangspunkt i verdiestimer fra skipsmeglere som sitter med kjøp og salg av skip. Når man så summerer opp verdien av alle skipene, pluss eventuelt andre aktiver med verdi for aksjonærene, kommer man fra til bruttoverdien av aktivene. Dette er verdien som ved en potensiell likvidasjon ville tilfalle både aksjonærer og kreditorer. Deretter fratrekker man nettorentebærende gjeld og eventuelt gjenstående CAPEX, og kommer så frem nettoverdien av aktivene, eller verdien som tilfaller aksjonærene.

For eksempel, så beregner meglerhuset ABG Sundal Collier en GAV på USD 16 per aksje, og med gjenstående CAPEX på USD 3 per aksje og nettorentebærende gjeld på USD 5, kommer de frem til en NAV per aksje på USD 8.¹⁷³ Videre setter de sitt kursmål til USD 8 per aksje, ettersom det er denne verdien DHTs flåte kunne blitt realisert til dersom de hadde solgt skip for skip til markedsverdi.

Vårt forecast på OPEX er basert på gjennomsnittlig kostnader per fartøy, noe som kan være for overfladisk. En alternativ tilnærming kunne vært å se på de spesifikke kostnadsnivåene for vært enkelt skip, for så bruke summen av disse som OPEX. Vi har ikke vært i stand til å oppdrive denne informasjonen, men man kunne muligens funnet den gjennom et intervju med spesialister i bransjen.

¹⁷³ ABG Sundal Collier (2016) – «Security buybacks initiated»

12.0 Litteraturliste

Bøker

Plenborg, Thomas & Petersen, Christian V. (2012). Financial Statement Analysis. Harlow: Pearson

Stopford, Martin (2009). Maritime Economics 3rd ed.

Grant, R. M (2010). Contemporary Strategic Analysis. 7th edition: John Wiley & Sons Ltd

Koeller, T. Goedhart, M and Wessels, D. (2010) – Valuation: Measuring and managing the value of companies. 5th edition. New Jersey: John Wiley & Sons Ltd

Barney, Jay B. And Hesterly, William S. (2012). Strategic Management and Competitive advantage. 4th ed. New Jersey: Pearson.

Pratt, P. Shannon (2002). Cost of Capital: Estimation and Applications 2th ed. New Jersey: John Wiley & Sons Ltd

Brealey, A., Myers, S., Allen, F., (2008). Principles of corporate finance. 9th ed. Singapore: McGraw-Hill

Årsrapporter/Prospectus/Kvartalsrapporter

DHT Holdings Inc – Årsrapporter: 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007

DHT Holdings Inc – Company presentation 2016 April 2016

DHT Holdings Inc – Press releases

DHT Holdings Inc – Dividend information

Euronav – Årsrapporter: 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007

Euronav – Prospectus 2015

Euronav – Q1 Report 2014

Tsakos Energy Navigation – Årsrapporter: 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007

Nordic American Tankers Limited – Årsrapporter 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007

Analytiske rapporter og Artikler

ABG Sundal Collier – Investment research Frontline 2016 (22.02.2016)

ABG Sundal Collier – Stuck in the trade 2016 (01.04.2016)

ABG Sundal Collier – More oil means more cargo 2015

ABG Sundal Collier – Preview Frontline 2015

BP – Statistical review 2015

Renewable Energy Policy Networ for the 21st Century – Renewable 2015 Global status report

IMF – World Economic Outlook 2016

International Energy Agency – Medium-term market report 2016

DnB Markets – Crude tankers, Possible upside on US crude import 2015

AOPL – US liquids pipeline usage & milage report 2015

Aswhat Damodaran – What is the risk free rate? A search for the basic building block 2008

Aswhat Damodaran – Estimating risk parameters 2009

Aswhat Damodaran – Dataset: risk premium for other markets 2012

Patrick Larkin – “To iterate or not to iterate? Using the WACC in equity valuation” 2011

ABG Sundal Collier – Secrity buybacks initiated 2015

Internet kilder

- | | |
|---------------------------|--|
| - Tanker Investments Ltd: | www.Tankerinvestments.com |
| - Frontline: | www.Frontline.bm |
| - DHT Holdings Inc.: | www.Dhtankers.com |
| - Tsakos | www.tenn.gr |
| - NAT | www.nat.bm |
| - Euronav | www.euronav.com |
| - Bloomberg | www.bloomberg.com |
| - Clarkson | www.clarkson.com |
| - FactSet | www.factset.com |

- Clarkson Shipping Intelligence <https://sin.clarksons.net/Home>
- Google Finance www.google.com/finance
- TradeWinds www.tradewindsnews.com
- New York Stock Exchange www.nyse.com
- Yahoo Finance www.finance.yahoo.com
- International Energy Agency www.iea.com
- Aswhat Damodaran www.people.stern.nyu.edu/adamodar/
- BP www.bp.com
- Federal reserve bank of St. Louis <https://research.stlouisfed.org/>
- CNBC www.cnbc.com

Diverse

Euronav - Prosepctus

<http://www.euronav.com/%5CDocuments%5CIR%5CProspectus%20regarding%20U.S.%20Exchange%20Offer.PDF>

“Pick your poison for crude” – Forbes Energy 26.04.2014

<http://www.forbes.com/sites/jamesconca/2014/04/26/pick-your-poison-for-crude-pipeline-rail-truck-or-boat/#60a94a7d5777>

“Renewable 2015 Global status report” – Ren21 2015

http://www.ren21.net/wp-content/uploads/2015/07/REN12-GSR2015_Onlinebook_low1.pdf

“Lower oil prices but more renewables” – Scott Nyquist 01.06.2015

<http://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/lower-oil-prices-but-more-renewables-whats-going-on>

“US Liquids liquids pipeline usage & milage report” – AOPL 2015

<http://www.api.org/~media/files/oil-and-natural-gas/pipeline/whats-new/2015-aopl-api-pipeline-usage-mileage-report.pdf?la=en>

“Keystone XL pipeline project” – Transcanada 2015

<http://www.transcanada.com/keystone.html>

“Pick your poison for crude” – Forbes 26.04.2014

<http://www.forbes.com/sites/jamesconca/2014/04/26/pick-your-poison-for-crude-pipeline-rail-truck-or-boat/#2c9de5275777>

“Crude oil by rail” – Association of American railroads 2015

<https://www.aar.org/todays-railroads/what-we-haul/crude-oil-by-rail>

“Tanker safety preventing accidental pollution” – IMO 2015

<http://www.imo.org/en/OurWork/Safety/Regulations/Pages/OilTankers.aspx>

«DHT Company Presentation» – 18.01.2016:

http://www.dhtankers.com/media/DHT_company_presentation_April_2016_final.pdf

Oversikt DHT askjehistorikk

<http://www.hegnar.no/Marked/Aksjer-USA>

International Energy Agency

<http://www.iea.org/>

“Vetting and clearance” – BP 2016

<http://www.bp.com/en/global/bp-shipping/vetting-clearance.html>

“3-month London Interbank Offered Rate (LIBOR)”

<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/USD3MTD156N/downloaddata>

“The world’s no.1 shipbuilding” – Hyundai

http://english.hhi.co.kr/biz/ship_over

“US 10-Yr”

<http://data.cnbc.com/quotes/US10Y>

DHT Holdings Inc – Press release “Sale of 2000-built Suezmax”

<http://www.dhtankers.com/index.php?id=441&pressrelease=1976430.html>

DHT Holdings Inc – Press release «To acquire Saga Tankers ASA» 2011

<http://www.dhtankers.com/index.php?id=441&pressrelease=1611635.html>

DHT Holdings Inc – Press release «Withdrawal of offer for saga tankers » 2011

<http://www.dhtankers.com/index.php?id=441&pressrelease=1586950.html>

Patrick Larkin – “To iterate or not to iterate? Using the WACC in equity valuation” 2011

<file:///C:/Users/MNorg/Downloads/6497-25946-1-PB.pdf>

13. Appendiks

Appendiks 1.0 Termer

DVT: Dødvекts tonn

Time Charter: Leiekontrakt av tankskip

VLCC: Very Large Crude Carrier

Bunker: Drivstoff til tankskip

Slippage: Skip som er bestilt, men ikke blir levert

Leverage: Gjeld til å finansiere et selskaps aktiver

BNP/GDP: Brutto Nasjonal Produkt

Off-hire: Fartøy som ikke er sysselsatt

USD: US Dollars

Peer: Sammenlignbart selskap

Benchmark: Sammenligningsgrunnlag

CAPM: Capital Asset Pricing Model

Enterprise value: Selskapets totale verdi

Fair value: Estimert verdi av alle aktiver og passiver i et selskap

Intrinsic value: Faktisk verdi av et selskap basert på både materielle og immaterielle faktorer

Konvertible senior notes: en gjelds «security» som inneholder en opsjon hvor «notesene» kan bli konvertert inn i et gitt antall aksjer

Oil-Majors: Store internasjonale oljeselskap

CAPX: Midler brukt til å anskaffe eller oppgradere fysiske eiendeler

Appendiks 2.0 Strategisk analyse

Typen operasjonell risiko	Vurdering av risiko	Selskapets evne til å håndtere operasjonell risiko
Ekstern risiko		
Olje-etterspørsel	høy	Risiko for endringer i olje-etterspørsel (syklisk)
Ordrebok nye fartøy	medium	Stor kapasitet nå, men kan endre seg fort
Lovgivning/regulatorisk endringer	høy	Nye lover og reguleringer fortløpende
Strategisk risiko		
Rivalisering blant konkurrenter	høy	Høye exit-barrierer
Selgers forhandlingskraft	medium	Pris på olje høy risiko, skipsverft stor kapasitet lav risiko
Kunders forhandlingskraft	høy	Store selskaper med mange valg av operatør
Substitutter	medium	Tog og rørledninger + fornybar energi
Markedsvekst	medium	Ok marked, men industrien er meget syklisk
Kostandsinflasjon	medium	Mannskapskostander stabil, oljepris varierer
Evne til å justere priser	høy	Markedet bestemmer prisen, kan ikke påvirke
Operasjonell risiko		
Utnyttelse av flåten	høy	2015 god utnyttelse, men markedet er meget syklisk
Kvalitet på ledelse	lav	Sterk ledelse, se VRIO
Valg av kostandsstruktur	høy	Store kostnader knyttet til drivstoff, avhengig av oljepris
Kvalitet flåte	medium	Medium gjennomsnittsalder på flåte, relativt moderne
Nybygg risiko	høy	Stor kapasitet hos verft
Total vurdering av operasjonell risiko : Høy		

Appendiks 3.0 – Regnskapsanalyse

DHT

Analytisk Resultatoppgjørelse

Analytisk resultatoppgjørelse									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Shipping revenues	81,427	114,603	102,576	89,681	100,123	97,194	87,012	150,789	365,114
Voyage expenses	0	0	0	0	-1,286	-10,822	-25,400	-49,333	-68,864
Vessel operating expenses	-19,423	-21,409	-30,034	-30,221	-30,811	-24,387	-24,879	-42,761	-59,795
Charter hire expenses	0	0	0	0	-6,150	-6,892	0	0	0
General and administration expenses	-3,775	-4,766	-4,588	-7,869	-9,152	-9,788	-8,827	-18,062	-21,607
EBITDA	58,229	88,428	67,954	51,591	52,724	45,305	27,906	40,633	214,848
Depreciation and amortisation	-17,271	-25,948	-26,762	-28,392	-30,278	-32,077	-26,230	-45,124	-78,698
Impairment charges/reversal of impairment charges	0	0	0	0	-56,000	-100,500	0	31,900	0
Profit/loss sale of vessels	0	0	0	0	0	-2,231	-669	0	-807
EBIT	40,958	62,480	41,192	23,199	-33,554	-89,503	1,007	27,409	135,343
Tax for the year	0	0	0	-33	-181	-161	-207	-86	-128
Tax shield	0	0	0	86	-30	-8	-260	96	36
Tax on EBIT	0	0	0	-119	-151	-153	53	-182	-164
NOPAT	40,958	62,480	41,192	23,080	-33,705	-89,656	1,060	27,227	135,179
Share of profit from associated companies	0	0	0	0	0	0	0	86	467
Interest income	962	1,572	298	131	91	272	182	409	141
Interest expenses	-14,457	-21,904	-18,130	-13,478	-7,347	-7,330	-4,784	-14,286	-33,637
Fair value gain on derivative financial liabilities	0	0	-4,062	268	949	2,702	0	507	3,603
Other financial expenses	0	0	-2,452	-3,710	-230	-33	-325	-1,150	-487
Net financial expenses before tax	-13,495	-20,332	-24,346	-16,789	-6,537	-4,389	-4,927	-14,434	-29,913
Tax shield	0	0	0	86	-30	-8	-260	96	36
Net financial expenses after tax	-13,495	-20,332	-24,346	-16,703	-6,567	-4,397	-5,187	-14,338	-29,877
Profit for the year	27,463	42,148	16,846	6,377	-40,272	-94,053	-4,127	12,889	105,302

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Analytisk Balance

Analytisk balance									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Accounts receivables and accrued revenues	1,547	8,791	0	464	5,021	13,874	16,951	28,708	40,093
Prepaid expenses	1,675	1,150	3,287	2,713	1,783	485	230	972	2,540
Bunkers, lube oils and consumables	0	0	0	0	0	3,616	2,825	15,906	8,844
Vessels and time charter contracts	407,150	462,387	441,036	418,244	454,542	310,023	300,237	1,162,664	1,201,998
Other property, plant and equipment	0	0	0	0	533	458	291	463	579
Deferred costs	1,471	1,148	984	844	54	0	0	0	0
Operating assets	411,843	473,476	445,307	422,265	461,933	328,456	320,534	1,208,713	1,254,054
Accounts payable and accrued expenses	4,409	6,400	6,250	4,449	5,243	6,199	3,529	29,999	13,935
Deferred shipping revenues	7,006	7,855	7,898	8,088	8,357	155	2,271	2,428	3,575
Operating liabilities	11,415	14,255	14,148	12,537	13,600	6,354	5,800	32,427	17,510
Invested capital	400,428	459,221	431,159	409,728	448,333	322,102	314,734	1,176,286	1,236,544
Of which NWC	-6,722	-3,166	-9,877	-8,516	-6,742	11,621	14,206	13,159	33,967
Of which vessels and equipment	407,150	462,387	441,036	418,244	455,075	310,481	300,528	1,163,127	1,202,577
Derivative financial liabilities	10,218	26,418	11,779	3,065	3,422	772	0	3,518	3,058
Current portion of long-term debt	75,000	0	0	0	16,938	9,000	0	31,961	32,267
Total non-current liabilities	253,700	344,000	300,120	268,912	264,150	202,637	156,046	635,339	633,077
Total stockholders' equity	71,875	147,823	191,924	196,341	206,447	180,996	284,753	674,849	737,890
Financial liabilities	410,793	518,241	503,823	468,318	490,957	393,405	440,799	1,345,667	1,406,292
Cash and cash equivalents	10,365	59,020	72,664	58,569	42,624	71,303	126,065	166,684	166,775
Investment in associated company	0	0	0	21	0	0	0	2,697	2,973
Financial assets	10,365	59,020	72,664	58,590	42,624	71,303	126,065	169,381	169,748
Invested capital	400,428	459,221	431,159	409,728	448,333	322,102	314,734	1,176,286	1,236,544

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Kapitalstruktur og Profitabilitetsanalyse

Analyse av kapitalstruktur									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Invested capital	400,428	459,221	431,159	409,728	448,333	322,102	314,734	1,176,286	1,236,544
Average		429,825	445,190	420,444	429,031	385,218	318,418	745,510	1,206,415
Equity	71,875	147,823	191,924	196,341	206,447	180,996	284,753	674,849	737,890
Average		109,849	169,874	194,133	201,394	193,722	232,875	479,801	706,370
NIBD	328,553	311,398	239,235	213,387	241,886	141,106	29,981	501,437	498,654
Average		319,976	275,317	226,311	227,637	191,496	85,544	265,709	500,046

Profitabilitetsanalyse									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Profit margin	50.30%	54.52%	40.16%	25.74%	-33.66%	-92.24%	1.22%	18.06%	37.02%
ROE		38.37%	9.92%	3.28%	-20.00%	-48.55%	-1.77%	2.69%	14.91%
ROIC		14.54%	9.25%	5.49%	-7.86%	-23.27%	0.33%	3.65%	11.20%
Turnover rate invested capital		0.27	0.23	0.21	0.23	0.25	0.27	0.20	0.30
Turnover rate invested capital (days)		1,350	1,562	1,688	1,543	1,427	1,317	1,780	1,190
NBC		-6.35%	-8.84%	-7.38%	-2.88%	-2.30%	-6.06%	-5.40%	-5.97%
Spread		8.18%	0.41%	-1.89%	-10.74%	-25.57%	-5.73%	-1.74%	5.23%
D/E		2.91	1.62	1.17	1.13	0.99	0.37	0.55	0.71
ROE		38.37%	9.92%	3.28%	-20.00%	-48.55%	-1.77%	2.69%	14.91%
Check		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROIC		14.54%	9.25%	5.49%	-7.86%	-23.27%	0.33%	3.65%	11.20%
Check		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

NAT

Analytisk Resultatoppgjørelse

Analytisk resultatoppgjørelse									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Shipping revenues	186,986	228,000	124,370	126,416	94,787	130,682	243,657	351,049	445,738
Voyage expenses	-47,122	-10,051	-8,959	0	-14,921	-38,670	-173,410	-199,430	-158,656
Vessel operating expenses	-32,124	-35,593	-43,139	-47,113	-54,859	-63,965	-64,924	-62,500	-66,589
Fees for provided service	0	0	0	0	0	0	0	1,500	0
General and administration expenses	-12,132	-12,785	-14,819	-15,980	-15,394	-14,700	-19,555	-14,863	-9,790
EBITDA	95,608	169,571	57,453	63,323	9,613	13,347	-14,233	75,756	210,703
Depreciation and amortisation	-42,363	-48,284	-55,035	-62,545	-64,626	-69,219	-74,375	-80,531	-82,610
Impairment charges/reversal of impairment charges	0	0	0	0	0	-12,030	0	0	0
Profit/loss contract	0	0	0	0	-16,200	0	-5,000	0	0
EBIT	53,245	121,287	2,418	778	-71,213	-67,902	-93,608	-4,775	128,093
Tax for the year	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax shield	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax on EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	53,245	121,287	2,418	778	-71,213	-67,902	-93,608	-4,775	128,093
Interest income	904	931	614	632	1,187	357	146	181	114
Interest expenses	-9,683	-3,392	-1,794	-1,971	-2,130	-5,854	-11,518	-12,244	-10,855
Other financial expenses	-260	17	-226	-248	-142	207	-437	4,030	-2,725
Net financial expenses before tax	-9,039	-2,444	-1,406	-1,587	-1,085	-5,290	-11,809	-8,033	-13,466
Tax shield	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net financial expenses after tax	-9,039	-2,444	-1,406	-1,587	-1,085	-5,290	-11,809	-8,033	-13,466
Profit for the year	44,206	118,843	1,012	-809	-72,298	-73,192	-105,417	-12,808	114,627

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Analytisk Balanse

Analytisk balanse									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Accounts Receivable (net)	14,489	40,335	22,685	11,046	19,157	12,916	18,801	16,412	28,597
Prepaid Expenses	7,219	22,406	57,020	39,772	31,768	5,549	5,436	5,513	4,372
Inventry	0	0	0	3,604	7,586	4,048	24,281	22,223	14,843
Voyages in Progress	7,753	0	0	0	0	0	14,953	29,586	37,353
Other Current Assets	0	0	0	0	0	0	2,251	2,029	3,125
Vessels (net)	760,936	716,853	825,449	988,263	1,022,793	964,855	911,430	909,992	1,026,685
Other Non-Current Assets	889	2,906	10,928	23,177	19,431	41,925	10,504	8,331	15,906
Operating Assets	791,286	782,500	916,082	1,065,862	1,100,735	1,029,293	987,656	994,086	1,130,881
Accounts Payable	7,290	1,947	3,364	2,035	4,378	3,095	6,447	6,664	4,247
Accrued Voyage Expenses	537	449	537	899	926	1,536	6,249	8,784	7,035
Accrued Liabilities	16,531	3,817	2,909	4,060	12,642	10,343	6,567	8,587	9,577
Deferred Tax Liability	0	4,078	0	0	0	0	37	0	0
Deferred Compensation Liability	2,665	0	5,684	8,134	9,876	11,267	12,154	12,914	13,046
Operational Liabilities	27,023	10,291	12,494	15,128	27,822	26,241	31,454	36,949	33,905
Invested Capital	764,263	772,209	903,588	1,050,734	1,072,913	1,003,052	956,202	957,137	1,096,976
Of which NWC	2,438	56,528	67,211	39,294	30,689	-3,728	34,305	38,814	54,385
Of which vessels vessels and equipment	761,825	719,759	836,377	1,011,440	1,042,224	1,006,780	921,934	918,323	1,042,591
Long Term Debt	105,500	15,000	0	75,000	230,000	250,000	250,000	250,000	330,000
Total Shareholder's Equity	672,105	788,587	934,084	992,955	867,563	809,383	854,984	882,075	880,721
Financial Liabilities	777,605	803,587	934,084	1,067,955	1,097,563	1,059,383	1,104,984	1,132,075	1,210,721
Cash & Cash Equivalents	13,342	31,378	30,496	17,221	24,006	55,511	65,675	100,736	29,889
Marketable Securities	0	0	0	0	583	549	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0	18,979	18,979	18,979
Deposits for vessels	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investment in NAO	0	0	0	0	61	271	64,128	55,223	64,877
Financial Assets	13,342	31,378	30,496	17,221	24,650	56,331	148,782	174,938	113,745
Invested Capital	764,263	772,209	903,588	1,050,734	1,072,913	1,003,052	956,202	957,137	1,096,976

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Kapitalstruktur og Profitabilitetsanalyse

Analyse av kapitalstruktur									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Invested capital	764,263	772,209	903,588	1,050,734	1,072,913	1,003,052	956,202	957,137	1,096,976
Average		768,236	837,899	977,161	1,061,824	1,037,983	979,627	956,670	1,027,057
Equity	672,105	788,587	934,084	992,955	867,563	809,383	854,984	882,075	880,721
Average		730,346	861,336	963,520	930,259	838,473	832,184	868,530	881,398
NIBD	92,158	-16,378	-30,496	57,779	205,350	193,669	101,218	75,062	216,255
Average		37,890	-23,437	13,642	131,565	199,510	147,444	88,140	145,659

Profitabilitetsanalyse									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Profit margin	28.48%	53.20%	1.94%	0.62%	-75.13%	-51.96%	-38.42%	-1.36%	28.74%
ROE		16.27%	0.12%	-0.08%	-7.77%	-8.73%	-12.67%	-1.47%	13.01%
ROIC		15.79%	0.29%	0.08%	-6.71%	-6.54%	-9.56%	-0.50%	12.47%
Turnover rate invested capital		0.30	0.15	0.13	0.09	0.13	0.25	0.37	0.43
Turnover rate invested capital (days)		1,213	2,425	2,783	4,033	2,859	1,447	981	830
NBC		-6.45%	6.00%	-11.63%	-0.82%	-2.65%	-8.01%	-9.11%	-9.24%
Spread		9.34%	6.29%	-11.55%	-7.53%	-9.19%	-17.56%	-9.61%	3.23%
D/E		0.05	-0.03	0.01	0.14	0.24	0.18	0.10	0.17
ROE		16.27%	0.12%	-0.08%	-7.77%	-8.73%	-12.67%	-1.47%	13.01%
Check		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROIC		15.79%	0.29%	0.08%	-6.71%	-6.54%	-9.56%	-0.50%	12.47%
Check		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Euronav

Analytisk Resultatoppgjørelse

Analytisk resultatoppgjørelse									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operating revenues	563,136	858,983	467,844	531,427	400,547	421,202	316,142	485,396	853,933
Voyage expenses	-234,794	-243,313	-212,962	-239,527	-232,189	-247,173	-185,495	-242,392	-224,955
Staff costs	-15,544	-17,900	-15,022	-15,844	-15,581	-16,070	-27,380	-40,565	-46,251
Charter hire expenses									
General and administration expenses	-20,465	-26,340	-43,412	-20,056	-21,062	-19,386	-21,031	-35,664	-25,849
EBITDA	292,333	571,430	196,448	256,000	131,715	138,573	82,236	166,775	556,878
Depreciation and amortisation	-153,698	-144,873	-163,903	-172,147	-168,523	-177,513	-136,958	-160,954	-210,206
Impairment charges/reversal of impairment charges	0	0	0	0	0	0	0	-7,416	0
Profit/loss sale of vessels	48,623	95,137	0	4,299	-3,348	-22,013	8	13,122	5,300
EBIT	187,258	521,694	32,545	88,152	-40,156	-60,953	-54,714	11,527	351,972
Tax for the year	-1,490	-1,196	718	-114	-118	726	-178	5,743	-5,633
Tax shield	1,231	350	1,993	394	-69	356	-69	7,027	-63
Tax on EBIT	-2,721	-1,546	-1,275	-508	-49	370	-109	-1,284	-5,570
NOPAT	184,537	520,148	31,270	87,644	-40,205	-60,583	-54,823	10,243	346,402
Share of profit from associated companies	0	0	0	0	0	0	17,853	30,286	51,592
Interest income	3,519	1,935	812	509	252	5,395	1,993	2,617	3,312
Interest expenses	-82,036	-90,329	-49,057	-69,961	-54,983	-64,099	-54,637	-95,970	-50,942
Net foreign exchange loss/ gain	-9,267	4,012	600	1,094	-981	0	0	0	0
Other financial expenses	3,071	-33,647	-3,232	0	0	0	0	0	0
Net financial expenses before tax	-84,713	-118,029	-50,877	-68,358	-55,712	-58,704	-34,791	-63,067	3,962
Tax shield	1,231	350	1,993	394	-69	356	-69	7,027	-63
Net financial expenses after tax	-83,482	-117,679	-48,884	-67,964	-55,781	-58,348	-34,860	-56,040	3,899
Profit for the year	101,055	402,469	-17,614	19,680	-95,986	-118,931	-89,683	-45,797	350,301

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Analytisk Balanse

Analytisk balanse									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Accounts receivables and accrued revenues	120,835	120,967	99,770	109,366	105,878	307,587	355,448	453,180	478,988
Vessels and time charter contracts	2,091,158	2,278,551	2,499,428	2,336,037	2,158,816	1,593,503	1,445,433	2,276,161	2,382,976
Other property, plant and equipment	0	0	0	29,868	0	52,920	21,510	89,000	24,195
Current and deferred tax asset	1,230	1,151	1,652	1,249	787	990	916	6,572	1,049
Operating assets	2,213,223	2,400,669	2,600,850	2,476,520	2,265,481	1,955,000	1,823,307	2,824,913	2,887,208
Accounts payable and accrued expenses	90,264	206,886	161,118	127,131	109,158	170,020	138,385	126,044	79,668
Other operating liabilities	2,092	1,989	7,227	1,988	1,832	2,166	1,900	2,901	2,880
Tax and tax liabilities	46	1,187	3	7	0	0	21	1	1
Operating liabilities	92,402	210,062	168,348	129,126	110,990	172,186	140,306	128,946	82,549
Invested capital	2,120,821	2,190,607	2,432,502	2,347,394	2,154,491	1,782,814	1,683,001	2,695,967	2,804,659
Of which NWC	29,663	-87,944	-66,926	-18,511	-4,325	136,391	216,058	330,806	397,488
Of which vessels vessels and equipment	2,091,158	2,278,551	2,499,428	2,365,905	2,158,816	1,646,423	1,466,943	2,365,161	2,407,171
Amounts due to JVs	0	0	0	0	0	5,880	5,880	5,880	0
Current portion of long-term debt	236,551	117,431	135,735	168,568	170,162	110,621	137,677	169,427	100,022
Total non-current liabilities	961,248	1,115,424	1,410,954	1,268,012	1,189,176	933,547	835,908	1,319,399	952,426
Total stockholders' equity	984,492	1,178,326	1,071,629	1,078,508	980,988	866,970	800,990	1,472,708	1,905,749
Financial liabilities	2,182,291	2,411,181	2,618,318	2,515,088	2,340,326	1,917,018	1,780,455	2,967,414	2,958,197
Cash and cash equivalents	60,767	220,408	185,479	166,893	185,414	113,051	74,309	254,086	131,663
Investment in associated company and intangibles	703	166	337	801	421	21,153	23,145	17,361	21,875
Financial assets	61,470	220,574	185,816	167,694	185,835	134,204	97,454	271,447	153,538
Invested capital	2,120,821	2,190,607	2,432,502	2,347,394	2,154,491	1,782,814	1,683,001	2,695,967	2,804,659

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Kapitalstruktur og Profitabilitetsanalyse

Analyse av kapitalstruktur									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Invested capital	2,120,821	2,190,607	2,432,502	2,347,394	2,154,491	1,782,814	1,683,001	2,695,967	2,804,659
Average		2,155,714	2,311,555	2,389,948	2,250,943	1,968,653	1,732,908	2,189,484	2,750,313
Equity	984,492	1,178,326	1,071,629	1,078,508	980,988	866,970	800,990	1,472,708	1,905,749
Average		1,081,409	1,124,978	1,075,069	1,029,748	923,979	833,980	1,136,849	1,689,229
NIBD	1,136,329	1,012,281	1,360,873	1,268,886	1,173,503	915,844	882,011	1,223,259	898,910
Average		1,074,305	1,186,577	1,314,880	1,221,195	1,044,674	898,928	1,052,635	1,061,085

Profitabilitetsanalyse									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Profit margin	32.77%	60.55%	6.68%	16.49%	-10.04%	-14.38%	-17.34%	2.11%	40.57%
ROE		37.22%	-1.57%	1.83%	-9.32%	-12.87%	-10.75%	-4.03%	20.74%
ROIC		24.13%	1.35%	3.67%	-1.79%	-3.08%	-3.16%	0.47%	12.59%
Turnover rate invested capital		0.40	0.20	0.22	0.18	0.21	0.18	0.22	0.31
Turnover rate invested capital (days)		903	1,779	1,619	2,023	1,683	1,973	1,624	1,159
NBC		-10.95%	-4.12%	-5.17%	-4.57%	-5.59%	-3.88%	-5.32%	0.37%
Spread		13.17%	-2.77%	-1.50%	-6.35%	-8.66%	-7.04%	-4.86%	12.96%
D/E		0.99	1.05	1.22	1.19	1.13	1.08	0.93	0.63
ROE		37.22%	-1.57%	1.83%	-9.32%	-12.87%	-10.75%	-4.03%	20.74%
Check		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROIC		24.13%	1.35%	3.67%	-1.79%	-3.08%	-3.16%	0.47%	12.59%
Check		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Tsakos

Analytisk Resultatoppgjørelse

Analytisk resultatoppgjørelse									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Shipping revenues	500,617	623,040	444,926	408,006	395,162	393,989	418,379	501,013	587,715
Voyage expenses and commissions	-90,051	-106,062	-93,310	-99,650	-141,446	-124,012	-132,999	-154,143	-131,878
Vessel operating expenses	-108,356	-143,757	-144,586	-126,022	-129,884	-133,251	-130,760	-147,346	-142,117
Charter hire expenses	-15,330	-13,487	0	-1,905	0	0	0	0	0
General and administration expenses	-23,815	-24,437	-18,429	-19,263	-20,710	-20,710	-20,731	-21,029	-21,787
EBITDA	263,065	335,297	188,601	161,166	103,122	116,016	133,889	178,495	291,933
Depreciation and amortisation	-84,784	-90,743	-101,522	-97,442	-105,928	-99,250	-100,413	-102,891	-105,931
Impairment charges/reversal of impairment charges	0	0	-19,066	-3,077	-39,434	-13,567	-28,290	0	0
Profit/loss sale of vessels	72,112	35,199	5,122	19,670	5,001	-1,879	0	0	2,078
EBIT	250,393	279,753	73,135	80,317	-37,239	1,320	5,186	75,604	188,080
Tax for the year	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax shield	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax on EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	250,393	279,753	73,135	80,317	-37,239	1,320	5,186	75,604	188,080
Share of profit from associated companies	-3,389	-1,066	-1,490	-1,267	-546	-207	1,108	-191	-206
Interest income	13,316	8,406	3,572	2,626	2,715	1,348	366	498	234
Interest expenses	-77,382	-82,897	-45,877	-62,283	-53,571	-51,576	-40,917	-43,074	-30,019
Net foreign exchange loss/ gain	-691	-915	-730	378	-458	-30	-293	444	0
Other financial expenses	924	-350	75	-3	-397	-118	-2,912	246	128
Net financial expenses before tax	-67,222	-76,822	-44,450	-60,549	-52,257	-50,583	-42,648	-42,077	-29,863
Tax shield	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net financial expenses after tax	-67,222	-76,822	-44,450	-60,549	-52,257	-50,583	-42,648	-42,077	-29,863
Profit for the year	183,171	202,931	28,685	19,768	-89,496	-49,263	-37,462	33,527	158,217

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Analytisk Balanse

Analytisk balanse									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Accounts receivables and accrued revenues	29,742	29,848	24,178	32,183	32,570	39,309	36,054	54,283	63,762
Vessels and time charter contracts	2,097,457	2,209,204	2,180,055	2,343,933	2,273,423	2,207,842	2,231,589	2,388,108	2,491,779
Restricted cash	6,889	7,581	6,818	6,291	5,984	16,192	9,527	12,334	15,330
Inventories	12,099	10,919	13,014	14,011	19,835	14,356	19,660	15,941	14,410
Deferred charges	15,801	21,332	14,783	16,362	14,708	17,968	17,331	20,190	22,821
Operating assets	2,161,988	2,278,884	2,238,848	2,412,780	2,346,520	2,295,667	2,314,161	2,490,856	2,608,102
Accounts payable and accrued expenses	37,299	28,157	29,263	24,693	24,770	36,984	59,249	43,188	35,004
Other operating liabilities	14,565	14,709	11,265	9,189	7,469	4,907	14,014	9,897	12,277
Operating liabilities	51,864	42,866	40,528	33,882	32,239	41,891	73,263	53,085	47,281
Invested capital	2,110,124	2,236,018	2,198,320	2,378,898	2,314,281	2,253,776	2,240,898	2,437,771	2,560,821
Of which NWC	12,667	26,814	18,265	34,965	40,858	45,934	9,309	49,663	69,042
Of which vessels vessels and equipment	2,097,457	2,209,204	2,180,055	2,343,933	2,273,423	2,207,842	2,231,589	2,388,108	2,491,779
Other financial liabilities	63,038	130,707	92,291	85,981	68,277	39,726	32,675	49,764	38,250
Current portion of long-term debt	44,363	91,805	172,668	133,819	196,996	186,651	126,361	228,492	319,560
Total non-current liabilities	1,345,580	1,421,824	1,329,906	1,428,648	1,318,667	1,255,776	1,253,937	1,189,844	1,080,534
Total stockholders' equity	857,931	915,115	914,327	1,019,930	919,158	926,840	997,663	1,177,912	1,415,072
Financial liabilities	2,310,912	2,559,451	2,509,192	2,668,378	2,503,098	2,408,993	2,410,636	2,646,012	2,853,416
Cash and cash equivalents	181,447	312,169	296,181	276,637	178,242	145,961	162,237	202,107	289,676
Insurance claims and prepaid insurance	17,150	10,264	7,245	7,967	7,820	8,151	4,923	2,691	1,765
Financials instruments	1,191	0	6,446	3,876	1,755	105	1,578	2,443	154
Investments	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Financial assets	200,788	323,433	310,872	289,480	188,817	155,217	169,738	208,241	292,595
Invested capital	2,110,124	2,236,018	2,198,320	2,378,898	2,314,281	2,253,776	2,240,898	2,437,771	2,560,821

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Kapitalstruktur og Profitabilitetsanalyse

Analyse av kapitalstruktur									
'000 USD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Invested capital	2,110,124	2,236,018	2,198,320	2,378,898	2,314,281	2,253,776	2,240,898	2,437,771	2,560,821
Average		2,173,071	2,217,169	2,288,609	2,346,590	2,284,029	2,247,337	2,339,335	2,499,296
Equity	857,931	915,115	914,327	1,019,930	919,158	926,840	997,663	1,177,912	1,415,072
Average		886,523	914,721	967,129	969,544	922,999	962,252	1,087,788	1,296,492
NIBD	1,252,193	1,320,903	1,283,993	1,358,968	1,395,123	1,326,936	1,243,235	1,259,859	1,145,749
Average		1,286,548	1,302,448	1,321,481	1,377,046	1,361,030	1,285,086	1,251,547	1,202,804

Profitabilitetsanalyse									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Profit margin	50.02%	44.90%	16.44%	19.69%	-9.42%	0.34%	1.24%	15.09%	32.00%
ROE		22.89%	3.14%	2.04%	-9.23%	-5.34%	-3.89%	3.08%	12.20%
ROIC		12.87%	3.30%	3.51%	-1.59%	0.06%	0.23%	3.23%	7.53%
Turnover rate invested capital		0.29	0.20	0.18	0.17	0.17	0.19	0.21	0.24
Turnover rate invested capital (days)		1,256	1,794	2,019	2,138	2,087	1,934	1,681	1,531
NBC		-5.97%	-3.41%	-4.58%	-3.79%	-3.72%	-3.32%	-3.36%	-2.48%
Spread		6.90%	-0.11%	-1.07%	-5.38%	-3.66%	-3.09%	-0.13%	5.04%
D/E		1.45	1.42	1.37	1.42	1.47	1.34	1.15	0.93
ROE		22.89%	3.14%	2.04%	-9.23%	-5.34%	-3.89%	3.08%	12.20%
Check		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROIC		12.87%	3.30%	3.51%	-1.59%	0.06%	0.23%	3.23%	7.53%

Kilde: sammensatt av forfatterne / Selskapenes årsrapporter

Appendiks 4.0 – Pro-forma regnskap

Pro-forma resultatoppgjørelse

Pro-forma resultatoppgjørelse	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Spot	269,443	285,863	293,796	284,806	252,475	258,787	265,257
TC	114,009	44,640	10,950	0	0	0	0
Shipping revenues	383,452	330,503	304,746	284,806	252,475	258,787	265,257
Opex	-141,877	-125,591	-115,803	-109,650	-98,465	-110,388	-113,148
G&A	-23,007	-23,135	-22,856	-22,784	-22,723	-23,291	-23,873
EBITDA	218,568	181,776	166,086	152,371	131,287	125,108	128,236
Depreciation and amortisation	-69,980	-66,101	-60,949	-56,961	-50,495	-51,757	-53,051
EBIT	148,588	115,676	105,137	95,410	80,792	73,351	75,185
Tax on EBIT	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	148,588	115,676	105,137	95,410	80,792	73,351	75,185
Net financial expenses before tax	-28,623	-43,143	-40,657	-37,488	-35,035	-31,058	-31,835
Tax shield	0	0	0	0	0	0	0
Net financial expenses after tax	-28,623	-43,143	-40,657	-37,488	-35,035	-31,058	-31,835
Profit for the year	119,965	72,532	64,481	57,922	45,757	42,293	43,350

Kilde: sammensatt av forfatterne

Pro-forma balanse

Pro-forma balanse	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
Assets	1,399,600	1,322,011	1,218,983	1,139,222	1,009,902	1,035,149	1,061,028
NWC	38,345	33,050	30,475	28,481	25,248	25,879	26,526
Invested capital	1,437,945	1,355,061	1,249,458	1,167,703	1,035,149	1,061,028	1,087,554
Equity primo	737,890	686,317	646,757	596,353	557,333	494,066	506,418
Net earnings	119,965	72,532	64,481	57,922	45,757	42,293	43,350
Dividends	-171,538	-112,092	-114,884	-96,942	-109,023	-29,941	-30,690
Equity ultimo	686,317	646,757	596,353	557,333	494,066	506,418	519,078
NIBD	751,629	708,304	653,104	610,370	541,083	554,610	568,475
Invested capital	1,437,945	1,355,061	1,249,458	1,167,703	1,035,149	1,061,028	1,087,554

Kilde: sammensatt av forfatterne

Pro-forma kontantstrøm

Pro-forma cash flow	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal
NOPAT	148,588	115,676	105,137	95,410	80,792	73,351	75,185
Depreciation	69,980	66,101	60,949	56,961	50,495	51,757	53,051
Change in NWC	-4,378	5,295	2,576	1,994	3,233	-631	-647
Investments	-267,003	11,489	42,078	22,800	78,826	-77,005	-78,930
FCFF	-52,813	198,560	210,740	177,165	213,346	47,472	48,659
NIBD	252,975	-43,324	-55,200	-42,734	-69,287	13,527	13,865
Net financials	-28,623	-43,143	-40,657	-37,488	-35,035	-31,058	-31,835
FCFE	171,538	112,092	114,884	96,942	109,023	29,941	30,690

Kilde: sammensatt av forfatterne

Appendiks 5.0 – Kredittrating

Kredittrating del 1

2008		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT-interest coverage	x					2.85x		
EBITDA-interest coverage	x					4.04x		
Total debt/capital	%					65%		
ROIC	%					14.54%		
Operating income/revenue	%	55%						
Implied rating					BBB			

2009		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT-interest coverage	x					2.27x		
EBITDA-interest coverage	x					3.75x		
Total debt/capital	%					57%		
ROIC	%						9.25%	
Operating income/revenue	%	40%						
Implied rating					BBB			

2010		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT-interest coverage	x						1.72x	
EBITDA-interest coverage	x					3.83x		
Total debt/capital	%					55%		
ROIC	%							5.49%
Operating income/revenue	%		26%					
Implied rating						BB		

2011		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT-interest coverage	x							-4.57x
EBITDA-interest coverage	x				7.18x			
Total debt/capital	%					56%		
ROIC	%							-7.86%
Operating income/revenue	%							-34%
Implied rating							B	

Kilde: sammensatt av forfatterne

Kredittrating del 2

2012		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT-interest coverage	x							-12.21x
EBITDA-interest coverage	x				6.18x			
Total debt/capital	%					53%		
ROIC	%							-23.27%
Operating income/revenue	%							-92%
Implied rating							B	

2013		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT-interest coverage	x							0.21x
EBITDA-interest coverage	x				5.83x			
Total debt/capital	%		35%					
ROIC	%							0.33%
Operating income/revenue	%							1%
Implied rating							BB	

2014		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT-interest coverage	x						1.92x	
EBITDA-interest coverage	x						2.84x	
Total debt/capital	%				48%			
ROIC	%							3.65%
Operating income/revenue	%				18%			
Implied rating							BB	

2015		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT-interest coverage	x				4.02x			
EBITDA-interest coverage	x				6.39x			
Total debt/capital	%				47%			
ROIC	%						11.20%	
Operating income/revenue	%	37%						
Implied rating							BBB	

Kilde: sammensatt av forfatterne

Appendiks 6.0 - Regnskapsanalyse

OPEX DHT

OPEX									
000 USD	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
	19,423	21,409	30,034	30,221	32,097	35,209	50,279	92,094	128,659

Kilde: sammensatt av forfatterne

Administrasjonskostnader

Administrasjonskostnader									
indekstert	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	3,775	4,766	4,588	7,869	9,152	9,788	8,827	18,062	21,607
NAT	12132	12785	14819	15980	15394	14700	19555	14863	9790
Euronav	20465	26340	43412	20056	21062	19386	21031	35664	25849
Tsakos	4382	4626	4069	4052	4292	4093	4366	4430	0
DHT		0.262516556	-0.037347881	0.7151264	0.1630449	0.069493	-0.0981814	1.0462218	0.1962684
NAT		0.053824596	0.159092687	0.0783454	-0.0366708	-0.0450825	0.33027211	-0.2399386	-0.3413174
Euronav		0.287075495	0.648139711	-0.5380079	0.0501596	-0.0795746	0.08485505	0.6957824	-0.2752075
Tsakos		0.055682337	-0.120406399	-0.0041779	0.05923	-0.0463653	0.06669924	0.0146587	-1
DHT	100	126.2516556	121.5364238	208.45033	242.43709	259.28477	233.827815	478.46358	572.37086
NAT	100	105.3824596	122.1480382	131.71777	126.88757	121.16716	161.185295	122.51072	80.695681
Euronav	100	128.7075495	212.1280235	98.001466	102.91718	94.727584	102.765698	174.26826	126.30833
Tsakos	100	105.5682337	92.85714286	92.469192	97.946143	93.404838	99.6348699	101.09539	

Kilde: sammensatt av forfatterne

EBITDA margin

EBITDA margin									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	72%	77%	66%	58%	53%	47%	32%	27%	59%
NAT	51%	74%	46%	50%	10%	10%	-6%	22%	47%
Euronav	52%	67%	42%	48%	33%	33%	26%	34%	65%
Tsakos	53%	54%	42%	40%	26%	29%	32%	36%	50%

Kilde: sammensatt av forfatterne

EBITDA margin

EBIT margin									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	50%	55%	40%	26%	-34%	-92%	1%	18%	37%
NAT	28%	53%	2%	1%	-75%	-52%	-38%	-1%	29%
Euronav	31%	55%	7%	16%	-9%	-14%	-17%	2%	41%
Tsakos	50%	45%	16%	20%	-10%	0%	1%	15%	32%

Kilde: sammensatt av forfatterne

Omløpshastighet

Turnover rate									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT		0.27	0.23	0.21	0.23	0.25	0.27	0.20	0.30
NAT		0.30	0.15	0.13	0.09	0.13	0.25	0.37	0.43
Euronav		0.40	0.20	0.22	0.18	0.21	0.18	0.22	0.31
Tsakos		0.29	0.20	0.18	0.17	0.17	0.19	0.21	0.24

Kilde: sammensatt av forfatterne

Investert kapital - indekstert

Invested Capital									
Indeksert	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	400428	459221	431159	409728	448333	322102	314734	1176286	1236544
NAT	764263	772209	903588	1050734	1072913	1003052	956202	957137	1096976
Euronav	2120821	2190607	2432502	2347394	2154491	1782814	1683001	2695967	2804659
Tsakos	2110124	2236018	2198320	2378898	2314281	2253776	2240898	2437771	2560821
DHT		0.146825397	-0.061108	-0.049706	0.094221	-0.2815563	-0.0228747	2.7373973	0.0512273
NAT		0.010396945	0.170134	0.162846	0.0211081	-0.0651134	-0.0467074	0.0009778	0.1461013
Euronav		0.032905182	0.110424	-0.034988	-0.082178	-0.1725127	-0.0559862	0.6018808	0.0403165
Tsakos		0.059661897	-0.016859	0.082144	-0.027163	-0.0261442	-0.005714	0.0878545	0.0504764
DHT	100	114.6825397	107.6745	102.3225	111.96345	80.43943	78.5993986	293.75718	308.80558
NAT	100	101.0396945	118.23	137.4833	140.38531	131.24435	125.11426	125.2366	143.53384
Euronav	100	103.2905182	114.6962	110.6833	101.58759	84.062446	79.3561078	127.11903	132.24402
Tsakos	100	105.9661897	104.1797	112.7374	109.67512	106.80775	106.197456	115.52738	121.35879

Kilde: sammensatt av forfatterne

FGEAR DHT

FGEAR									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR
DHT	291%	162%	117%	113%	99%	37%	55%	71%	-18.30%

Kilde: sammensatt av forfatterne

FGEAR Peers

FGEAR									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR
DHT	2.91	1.62	1.17	1.13	0.99	0.37	0.55	0.71	-18.30%
NAT	0.05	-0.03	0.01	0.14	0.24	0.18	0.10	0.17	18.00%
Euronav	0.99	1.05	1.22	1.19	1.13	1.08	0.93	0.63	-6.34%
Tsakos	1.45	1.42	1.37	1.42	1.47	1.34	1.15	0.93	-6.19%

Kilde: sammensatt av forfatterne

NBC og Spread

NBC og Spread								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	-6.35%	-8.84%	-7.38%	-2.88%	-2.30%	-6.06%	-5.40%	-5.97%
NBC								
Spread	8.18%	0.41%	-1.89%	-10.74%	-25.57%	-5.73%	-1.74%	5.23%

Kilde: sammensatt av forfatterne

ROE

ROE								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	38.37%	9.92%	3.28%	-20.00%	-48.55%	-1.77%	2.69%	14.91%
NAT	16.27%	0.12%	-0.08%	-7.77%	-8.73%	-12.67%	-1.47%	13.01%
Euronav	37.22%	-1.57%	1.83%	-9.32%	-12.87%	-10.75%	-4.03%	20.74%
Tsakos	22.89%	3.14%	2.04%	-9.23%	-5.34%	-3.89%	3.08%	12.20%

Kilde: sammensatt av forfatterne

Likviditetssyklus og likviditetsgrad

Likviditetssyklus								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	-10.08	-35.15	-34.66	-24.58	43.64	59.59	31.85	33.96
NAT	90.49	197.25	113.45	118.18	-10.41	51.39	40.36	44.53
Euronav	-37.37	-52.21	-12.71	-3.94	118.19	249.45	248.75	169.90
Tsakos	15.71	14.98	31.28	37.74	42.55	8.12	36.18	42.88
Gjennomsnitt	14.69	31.22	24.34	31.85	48.49	92.14	89.29	72.82

Likviditetsgrad								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	1.70	2.93	3.96	1.46	5.54	25.18	3.13	4.13
NAT	3.7	8.8	0.8	0.3	0.3	0.5	0.6	0.3
Euronav	1.31	1.14	1.22	1.17	1.02	0.78	1.82	2.09
Tsakos	1.96	1.78	1.69	1.03	0.87	1.02	0.89	1.13
Gjennomsnitt	2.17	3.67	1.92	0.99	1.93	6.86	1.61	1.92

Kilde: sammensatt av forfatterne

Sysselsatt kapital

Capital employed									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	400,428	459,221	431,159	409,749	447,800	321,644	314,443	1,178,520	1,238,938
NAT	764,263	776,287	903,588	1,050,734	1,072,974	1,003,323	1,020,367	1,012,360	1,161,853
Euronav	2,121,524	2,190,773	2,432,839	2,348,195	2,154,912	1,803,967	1,706,146	2,713,328	2,826,534
Tsakos	2,111,124	2,237,018	2,199,320	2,379,898	2,315,281	2,254,776	2,241,898	2,438,771	2,561,821

Capital employed								
Average	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	429,825	445,190	420,454	428,775	384,722	318,044	746,482	1,208,729
NAT	770,275	839,938	977,161	1,061,854	1,038,149	1,011,845	1,016,364	1,087,107
Euronav	2,156,149	2,311,806	2,390,517	2,251,554	1,979,440	1,755,057	2,209,737	2,769,931
Tsakos	2,174,071	2,218,169	2,289,609	2,347,590	2,285,029	2,248,337	2,340,335	2,500,296

Kilde: sammensatt av forfatterne

ROCE

ROCE								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	0.145362	0.092527	0.054892	-0.07861	-0.23304	0.003333	0.036474	0.111835
NAT	0.157459	0.002879	0.000796	-0.06706	-0.06541	-0.09251	-0.0047	0.117829
Euronav	0.24124	0.013526	0.036663	-0.01786	-0.03061	-0.03124	0.004635	0.125058
Tsakos	0.128677	0.032971	0.035079	-0.01586	0.000578	0.002307	0.032305	0.075223

Kilde: sammensatt av forfatterne

Solvensgrad

Solvensgrad									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	15%	22%	27%	29%	29%	31%	39%	33%	34%
NAT	46%	49%	50%	48%	44%	43%	43%	43%	41%
Euronav	30%	31%	28%	29%	29%	29%	29%	32%	39%
Tsakos	27%	26%	26%	27%	27%	27%	29%	30%	33%
Gjennomsnittlig	29%	32%	33%	33%	32%	33%	35%	35%	37%

Kilde: sammensatt av forfatterne

EBITDA og EBIT rentedekningsgrad

EBITDA Rentedekningsgrad								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	4.3	3.8	3.9	7.3	6.4	6.1	2.9	6.4
NAT	68.9	48.7	47.3	10.2	2.4	-1.3	6.3	19.6
Euronav	4.7	3.8	3.7	2.4	2.4	1.6	1.8	11.7
Tsakos	4.5	4.5	2.7	2.0	2.3	3.1	4.2	9.8
Gjennomsnittlig	20.6	15.2	14.4	5.5	3.4	2.4	3.8	11.9
	4.5	4.0	3.4					

EBIT Rentedekningsgrad								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DHT	3.1	1.7	1.4	-5.1	-20.4	0.2	1.9	4.5
NAT	49.6	1.7	0.5	-65.6	-12.8	-7.9	-0.6	9.5
Euronav	4.3	0.6	1.3	-0.7	-1.0	-1.0	0.1	7.4
Tsakos	3.7	1.7	1.3	-0.7	0.0	0.1	1.8	6.3
Gjennomsnittlig	15.2	1.4	1.1	-18.1	-8.6	-2.2	0.8	6.9

Kilde: sammensatt av forfatterne

ROCE

ROCE		
	ROCE	MS
DHT	11.18%	1.074661
NAT	11.78%	1.357466
Euronav	12.51%	2.884615
Tsakos	7.52%	1.357466

Kilde: sammensatt av forfatterne