

## Tempostarkt kvartal har bäddat för stark avkastning framgent

Ramlösa shipping AB ("Ramlösa" eller "Bolaget") har hållit ett högt affärstempo under det tredje kvartalet då två nya fartygsinvesteringar har genomförts i form av feederfartyget Perseus och kemikalie- och oljeprodukttankfartyget Chemtrans Mobile. Därtill har Bolagets notering på Spotlight Stock Market slutförts efter kvartalets utgång samt ytterligare en fartygsinvestering i containerfartyget Pescara. Bolagets portfölj består nu av fyra fartyg som förväntas leverera starka kassaflöden under kommande år och därigenom en hög årlig avkastning om 20-30 %. Genom en likaviktad relativvärdering och substansvärdering härleds ett potentiellt värde per aktie om 37,5 kr i ett Base scenario.

#### Investerar i containerfartyget Pescara

I november år 2024 meddelade Ramlösa att Bolaget har förvärvat 6,3 % av aktierna i ParCon IX AS, vilka i sin tur äger containerfartyget Pescara, motsvarande en investering om ca 10,2 MSEK. Fartyget kommer vara uthyrt på ett time charterkontrakt till Maersk under de kommande två åren, vilket förväntas generera starka kassaflöden. Under kontraktstiden estimeras ett EBITDA-resultat om ca 14,6 MUSD för fartyget, vilket kan jämföras med det totala inköpspriset om 24,1 MUSD och genom kassaflödena förväntas lånet i det fartygsägande bolaget betalas tillbaka på ca 3,3 år. Sammantaget ser Analyst Group positivt på investeringen som förväntas generera starka kassaflöden under kommande två år, vilket medför att amorteringar på lån kan ske och risken därmed minska och baserat på ett fyraårsscenario med lägre estimerade intäkter under de avslutande två åren estimeras en IRR om 23 %.

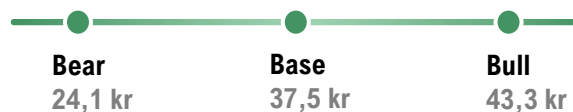
#### Hög estimerad direktavkastning

Ramlösas avkastning på fartygsinvesteringarna förväntas genereras genom utdelningar från de fartygsägande bolagen, där tre av fyra fartyg är uthyrda på kontrakt under kommande 1-4 år och därmed genererar relativt säkra intäkter. Ramlösas målsättning avseende utdelningar stipulerar samtidigt att 50-75 procent av nettoavkastningen efter skatt ska återföras till aktieägarna via utdelning eller återköp. Givet Analyst Groups estimat gällande nettoavkastning för åren 2025-2027 och ett antagande om en utdelningsandel om 60 %, estimeras en direktavkastning om 10,4-12,4 %, baserat på stängningskursen om 27,6 kr 2024-11-29.

#### Uppdaterat värderingsintervall

Med hänsyn till Ramlösas genomförda investering i containerfartyget Pescara har vi uppdaterat våra prognoser avseende förväntad avkastning på Ramlösas investeringar i form av erhållna utdelningar, där avkastningen nu estimeras vara högre genom adderingen av fartyget, vilket estimeras generera starka kassaflöden. Däremot har en multipelkontraktion skett i branschen sedan vår senaste analysuppdatering, vilket antas vara hänförligt till konjunkturoro och därmed minskad efterfrågan på sjöfart. Sammantaget medför detta en mindre revidering av vårt värderingsintervall.

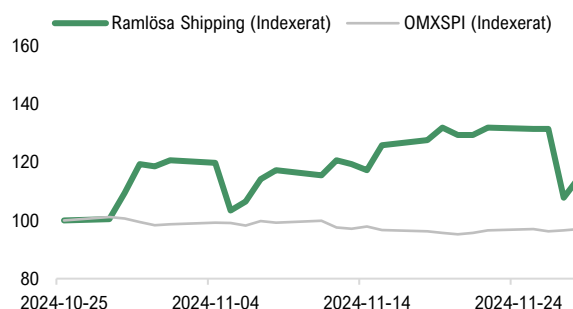
#### VÄRDERINGSINTERVALL



#### NYCKELDATA

Senast betalt (2024-11-29)	27,6
Antal Aktier (st.)	3 490 895
Market Cap (MSEK)	96,3
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-19,5 <sup>1</sup>
Enterprise Value (MSEK)	76,8
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 4 2024	2025-02-28

#### KURSUUTVECKLING



#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Rolf Dahl	5,0 %
Allwea Structured IV Ltd	4,2 %
Andisheh Rowshan	3,2 %
IRC Invest AB	2,9 %
Gert Salomonsson	2,0 %

I ett Base scenario härleds ett potentiellt värde per aktie om 37,5 kr.



<b>Relativ-värdering</b>	<b>Substans-värdering</b>	<b>Likaviktad sammanvägning</b>
40,5 kr per aktie	34,6 kr per aktie	37,5 kr per aktie

<sup>1</sup>Moderbolagets kassa vid utgången av Q3-24 plus estimerad tillkommande nettollikvid med avdrag för investeringen i Pescara

## Innehållsförteckning

Kommentar Q3-rapport	3
Investeringsidé	4
Bolagsbeskrivning	5-6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell prognos	9-11
Värdering	12-13
Bull & Bear	14
Ledning & Styrelse	15-16
Appendix	17
Disclaimer	18

### OM BOLAGET

Ramlösa är ett investmentbolag inom shippingsektorn som startades år 2022 av erfarna experter inom sjöfart, investerare och finansiella rådgivare med djupgående erfarenhet från rederier och skeppsmäklarer. Affärsidén är att identifiera fartyg och förvärva andelar i dessa, med målet att maximera den riskjusterade avkastningen för aktieägare. Bolaget förvärvar andelar i fartyg som hyrs ut på olika befракtningsavtal, vilka skapar löpande kassaflöden. Ramlösas portfölj består idag av fyra fartyg inom olika segment och på olika typer av kontrakt, vilket diversifierar riskerna. Bolaget är noterade på Spotlight Stock Market sedan 25:e oktober år 2024.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Stefan Norrsell

Styrelseordförande Thomas Angskog

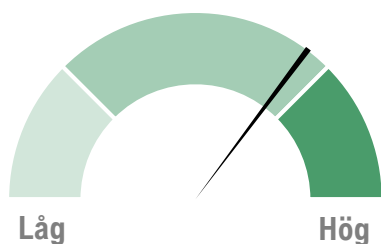
### ANALYTIKER

Namn Axel Ljunghammer

Telefon +46 706 554 551

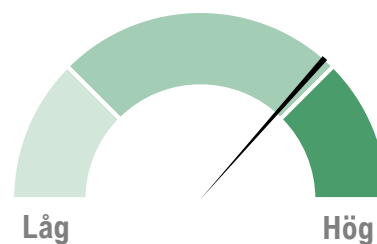
E-mail axel.ljunghammer@analystgroup.se

### Värde drivare



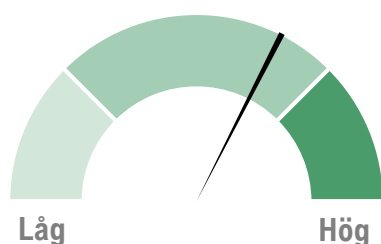
Utbudet på fartyg inom de segment som Ramlösa har investerat i förväntas minska under kommande år p.g.a. låga orderböcker på nya fartyg, vilket förväntas stärka fraktrater och därmed Bolagets intjäning på sikt. Genom de kassaflöden som erhålls från fartygen förväntas Ramlösa kunna dela ut pengar till aktieägare alternativt genomföra nya investeringar, där Bolagets låga fasta kostnadsbas förväntas medföra att en stor del av kassaflödena som genereras kan tillfalla Ramlösas aktieägare.

### Lönsamhet



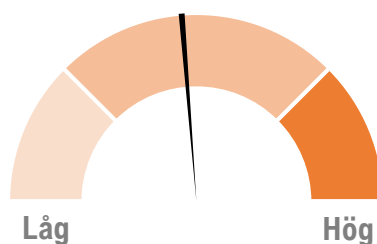
Ramlösa har uppvisat en stark lönsamhet, om än med kort historik, på de investeringar som har genomförts. I december år 2022 förvärvades en andel i råoljetankern London Star, vilken såldes med en vinst om ca 23,6 MSEK 14 månader senare, motsvarande en IRR om 83 %. Bolagets nuvarande fyra fartyg förväntas generera starka positiva kassaflöden som tillfaller Ramlösa. Nuvarande betyg är baserat på historik och är således inte framåtblickande.

### Ledning & Styrelse



Ramlösas ledning och styrelse har en lång och gedigen erfarenhet inom såväl shippingbranschen som finans, genom vilken Bolaget kan hitta investeringsobjekt på shippingmarknaden till attraktiv risk/reward för investerare. För ett högre betyg hade vi önskat ett högre insideräggande.

### Risk



Fartygsmarknaden präglas av en hög volatilitet främst kopplad till olika makroekonomiska faktorer såsom konjunktur, geopolitik och handelstullar. Ramlösa har en god diversifiering mellan olika typer av fartyg och kontrakt för att hantera dessa risker. Vidare anses Ramlösa vara beroende av vissa nyckelpersoner, vilket kan påverka Bolaget i det fall en sådan person lämnar Ramlösa.

### Tempostarkt kvartal med flera viktiga initiativ för att fortsatt generera avkastning framgent

Noterings-  
emissionen  
tecknades till  
100 %

Det tredje kvartalet år 2024 har präglats av ett högt tempo för Ramlösa då två nya fartygsinvesteringar har genomförts i form av feederfartyget Perseus och kemikalie- och oljeprodukttankfartyget Chemtrans Mobile, samtidigt som ägarandelen i Leonardo B, specialiserat på transport av flytande petroleum gas, minskades. Därtill har Ramlösas börsnotering förberetts vilken fullföljdes efter kvartalets utgång med första handelsdag den 25:e oktober år 2024. Noteringsemissionen tecknades till 100 % och tillförde således Ramlösa 27 MSEK före emissionskostnader som beräknas uppgått till 3,1 MSEK.

Det finansiella resultatet under Q3-24 påverkades av ovan nämnda aktiviteter, då flera av fartygen inte var aktiva under det fullständiga kvartalet, alternativt inte alls, samtidigt som kvartalet påverkades av engångskostnader hänförliga till noteringen. Nettoomsättningen uppgick till 10,7 MSEK (31,4) där minskningen är hänförlig till att Ramlösa under jämförelsekvartalet ägde en ägarandel i fartyget London Star, vilket avyttrades under februari år 2024 med en avkastning motsvarande 83 % IRR under ett drygt år.

Nettoomsättningen under kvartalet är primärt hänförlig till ägarandelen i Leonardo B, vilken som nämnt minskade under kvartalet, från 98,3 % till 40,5 % i samband med en avyttring av det fartygsägandebolaget GasMar IS. Den minskade ägarandelen medför att Leonardo B framgent kommer att redovisas som innehav i intresseföretag och övriga värdepapper, snarare än att konsolideras in i koncernredovisningen, då ägarandelen understiger 50 %. Per utgången av Q3-24 är det bara innehavet i Atlantic Feeder, det fartygsägande bolaget till Perseus, som ägs med en ägarandel överstigande 50 % och därmed hanteras som dotterbolag samt konsolideras in i koncernredovisningen. EBITDA-resultatet under perioden uppgick till 4,8 MSEK (11,7), vari noteringskostnader av engångskaraktär om 4,5 MSEK ingår, justerat för dessa uppgick EBITDA-resultatet till 9,3 MSEK.

Starka  
kassaflöden  
förväntas under  
kommande kvartal

Som nämnt påverkades såväl omsättningen som resultatet av de ovan nämnda aktiviteterna under Q3-24. Under de kommande kvartalen förväntas starka kassaflöden genom ägarandelarna i Perseus och Leonardo B, samt att Ramlösa tillträdde Chemtrans Mobile den 12 november år 2024, i vilken ägarandelen uppgår till 7,5 %. Därtill har Ramlösa förvärvat en andel i containerfartyget Pescara efter periodens utgång (mer nedan), vilket förväntas tillträdas och börja generera kassaflöden från januari år 2025. Däremot förväntas fortsatt endast Perseus resultat konsolideras i koncernredovisningen, medan resterande innehav, där ägarandelen understiger 50 %, redovisas som innehav i intresseföretag och övriga värdepapper.

### Investerar i containerfartyget Pescara med Maersk som motpart

Den 7 november år 2024 meddelade Ramlösa att bolaget har förvärvat 6,3 % av aktierna i ParCon IX AS, vilka i sin tur äger containerfartyget Pescara. Fartyget kommer från leverans, beräknad till januari år 2025, att ha ett 24–26 månaders Time charter-kontrakt med transportjätten Maersk som motpart där fartyget redan tidigare har varit uthyrt på ett Time charter-kontrakt till just Maersk i tre år.

Ett Time charter-kontrakt innebär att befraktaren betalar en daglig hyresavgift, vilket bidrar till säkra och återkommande kassaflöden men där fartygsägaren ansvarar för underhåll, reparationer och försäkring, vilket innebär en risk men som även typiskt sett ger högre intjäning jämfört med andra kontraktstyper där sådana ansvarsområden inte ingår. Ramlösas ägarandel uppgår till 6,3 %, vilket motsvarar en investering om ca 10,2 MSEK.

Investering om  
10,2 MSEK

Analyst Group ser positivt på investeringen i Pescara som förväntas generera starka kassaflöden till Ramlösa i form av utdelningar av de kassaflöden som erhålls genom Time charter-kontraktet med Maersk. Genom kontraktet förväntas ett EBITDA-resultat för hela fartyget om 14,6 MUSD, vilket kan jämföras med inköpspriset om 24,08 MUSD, något som medför att de relativt säkra kassaflödena under kommande två åren kan användas för att dels betala av lån och därmed minska den finansiella risken, dels generera en god utdelning till aktieägarna. Den estimerade återbetalningstiden till det att lånet uppgår till det beräknade återvinningsvärdet är 3,3 år, vilket alltså till majoriteten sker under Time charter-kontraktet med Maersk. Baserat på ett 4-årsscenario estimeras en IRR om 17–31 % i ett base scenario, vilket är i linje med Ramlösas mål om att varje investering ska kunna generera minst 20 % i årlig avkastning.

Lägre förväntat  
utbud förväntas  
stärka intjäning

## Låg orderbok på fartyg inom Ramlösas segment förväntas gynna fraktrater

En viktig aspekt för Ramlösas fartygs intjäning är fraktrater, priset på frakt, vilka bl.a. påverkas av utbud och efterfrågan på fartyg. För att estimeras framtida utbud av fartyg kan orderböcker på fartyg under tillverkning analyseras och givet att fartyg generellt tar flera år att tillverka så är kommande års leveranser av fartyg relativt säkra. Gällande *handy tankers*, mellanstora tankerfartyg, vilket Ramlösas fartyg Chemtrans Mobile är, så motsvarar nuvarande orderbok endast 2 % av den totala flottan, något som bäddar för lägre leveranser under kommande år än historiskt.<sup>1</sup> Sett till orderboken för *feeders*, mindre containerfartyg likt Ramlösas fartyg Perseus, så uppgår orderboken endast till ca 5 % av det totala antalet utestående feeders samtidigt som ca 12 % av flottan är över 25 år gammal, vilket ökar risken för att fartyg tas ur bruk och därmed minskar utbudet.<sup>2</sup> Givet denna dynamik ser Analyst Group möjligheter för Ramlösa att genom Bolagets fartyg kapitalisera på ett lägre utbud av fartyg, vilket allt annat lika förväntas stärka fraktraterna och därmed fartygens intjäning.

## Lång och bred erfarenhet inom ledning och styrelse skapar förtroende

Inom Ramlösas ledning och styrelse finns en lång erfarenhet från olika viktiga sektorer, främst inom shipping men även inom finans. Styrelseledamöterna Magnus Granander och Carolina Ulf har en lång erfarenhet från shippingmarknaden, bl.a. som skeppsmäklare med främst fokus på bulkmarknaden. Vidare finns erfarenheter inom finans, bl.a. från styrelseledamot Theo Erdmann som har tidigare erfarenhet inom Project Finance på Pareto men innehar även erfarenheter inom shipping. Givet erfarenheten inom ledning och styrelse anser Analyst Group att Bolaget är väl lämpat för att genomföra de bästa fartygsinvesteringarna sett till riskjusterad avkastning, där riktlinjerna för nya projekt är att de ska innebära låg risk för kapitalet och ha potential att generera minst 20 % årlig avkastning på varje enskild investering, beräknat totalt efter försäljning.

## Förväntad god avkastning och låg kostnadsbas skapar utrymme för nyinvesteringar och utdelning

Ramlösas tidigare tre fartygsinvesteringar förväntas ha genererat positiva kassaflöden sedan Bolagets investeringar tidigare under år 2024, framgent förväntas även tillträdet i den senaste investeringen av containerfartyget Pescara generera starka kassaflöden. Givet detta och estimerad framtida intjäning, vilken stärks av bl.a. ett förväntat minskat utbud av fartyg samtidigt som bareboat-kontraktet<sup>3</sup> för Leonardo B bidrar med stabila och förutsägbara kassaflöden, förväntas en fortsatt god avkastning framgent. Kassaflödena tillfaller Bolaget genom utdelningar från de fartygsägande bolagen baserat på Ramlösas ägarandel. Genom att erhålla dessa utdelningar i kombination med låga förvaltningskostnader, där Bolaget inte behöver någon operativ personal för drift eller underhåll av fartygen, så skapas positiva kassaflöden, vilka Ramlösa förväntas använda till nya investeringar och/eller att dela ut till Bolagets aktieägare, vilket enligt Analyst Group utgör värde drivare för Ramlösa.

## Prognos och värdering

Ramlösas fartyg förväntas generera starka kassaflöden under kommande år, vilka tillfaller Bolaget genom utdelningar baserat på dess ägarandel i fartygen. Baserat på en likaviktad relativvärdering, där Ramlösa jämförs med bolag som arbetar operationellt inom sjöfart, och en substansvärdering, härleds ett potentiellt värde per aktie om 37,5 kr i ett Base scenario.

## Diversifierad portfölj skapar en god riskspridning

Fartygsinvesteringar har en relativt hög riskprofil och marknaden präglas av volatilitet på grund av olika makroekonomiska faktorer såsom konjunktur, geopolitik och handelsavtal, vilka ofta är svåra att förutse. Exempelvis kan en lågkonjunktur slå hårt mot efterfrågan på fartygsfrakt, vilket påverkar fartygs intjäning, samtidigt som geopolitiska konflikter kan skapa nya dynamiker på shippingmarknaden, såsom att konflikten i Mellanöstern har bidragit till stopp i trafiken genom Röda Havet och därmed ökade fraktrater. För att hantera befintliga risker så har Ramlösa skapat en bred fartygsportfölj med olika typer av fartyg, på olika kontrakt i olika geografiska marknader. Fartyget Leonardo B har ett bareboat-kontrakt, vilket skapar relativt säkra och stabila kassaflöden under flera års tid, medan fartyget Chemtrans Mobile är aktivt inom en pool och är därmed exponerad mot spotmarknaden. Vidare medför den geografiska spridningen på fartygen att de påverkas olika mycket av makroekonomiska faktorer i olika delar av världen. Genom diversifieringen av Ramlösas investeringar anser Analyst Group att Bolaget har begränsat risken i genomförda investeringar.

<sup>1</sup>Källa: Fearnly Securities

<sup>2</sup>Källa: Pareto Securities, Shipping Intelligence

<sup>3</sup>Se Bolagsbeskrivningen på s. 5 för en beskrivning av de olika kontraktstyperna

37,5 kr  
per aktie i ett  
Base scenario

83 % IRR  
på tidigare  
investering

Ramlösa är ett svenskt investmentbolag inom shippingsektorn. Bolaget grundades år 2022 och genomför investeringar i olika typer av fartyg tillsammans med partners som har gedigen erfarenhet av shippingmarknaden, där investeringarna primärt görs via bolag som äger hela fartyget, i vilka Ramlösa förvärvar andelar. Ramlösas första investering skedde under december år 2022 då Bolaget förvärvade en majoritetsdel i råoljaefartyget London Star, vilket har trafikerat såväl nord- som sydamerikanska vatten. Investeringen uppgick till 27,7 MSEK och andelen i fartyget avyttrades under februari år 2024 med en vinst om 23,6 MSEK, vilket således motsvarade en avkastning om 83 % på eget kapital (IRR) under ett drygt år. Under år 2024 har Ramlösa investerat i fyra nya fartyg, tankfartyget *Leonardo B*, kemikalie- och oljeprodukt-tankfartyget *Chemtrans Mobile* samt containerfartygen *Perseus* och *Pescara*.

## Ramlösas fartygsinvesteringar

### Leonardo B

Ägarandel: 41,2 %



**Leonardo B** är ett fartyg specialiserat på transport av flytande petroleumgas som byggdes år 2003. Ramlösas ägarandel uppgår till 41,2 % av fartyget genom det fartygsägande bolaget Montemare Shipping Company Ltd., motsvarande en investering om 2,4 MUSD.



Ägarandel:  
41,2 %

Montemare  
Shipping  
Company Ltd.

Ägarandel:  
100 %



### Chemtrans Mobile

Ägarandel: 7,5 %



**Chemtrans Mobile** är ett kemikalie- och oljeprodukttankfartyg byggt år 2016. Ramlösa skrev på kontraktet om förvärv av 7,5 % av fartyget genom det fartygsägande bolaget Chemtrans Mobile A/S i juni år 2024, motsvarande en investering om 1,5 MUSD. Tillträdesdatumet är i oktober år 2024, varpå intäktsgenereringen startar.



Ägarandel:  
7,5 %

Chemtrans  
Mobile AS

Ägarandel:  
100 %



### Perseus

Ägarandel: 68 %



**Perseus**, byggt år 2008, är ett feederfartyg specialiserad på transport av containers. Ramlösa investerade i juli år 2024 68 % av fartyget genom det fartygsägande bolaget Atlantic Feeder AS, motsvarande en investering om 3,0 MUSD och intäktsgenereringen startade i augusti.



Ägarandel:  
68 %

Atlantic Feeder  
III AS

Ägarandel:  
100 %



### Pescara

Ägarandel: 6,3 %



**Pescara**, byggt år 2010, är ett Panamax scrubber-utrustat containerfartyg. Ramlösa investerade i november år 2024 6,3 % av fartyget genom det fartygsägande bolaget ParCon IX AS, motsvarande en investering om ca 0,9 MUSD och intäktsgenereringen förväntas starta i januari år 2025.



Ägarandel:  
6,3 %

ParCon IX AS

Ägarandel:  
100 %



### Ägande via separata fartygsägande bolag för att minska risken

Ramlösa äger andelarna i fartygen genom de fartygsägande bolagen, vilka i sin tur äger hela fartyget. Upplägget medför att Ramlösa kan investera i andelar av fartygen via de fartygsägande bolagen snarare än att behöva förvärva hela fartyget. Således kan Bolaget enklare sprida ägandet mellan flera fartyg med mindre kapital jämfört med ägande av hela fartygen, vilket gör investerare i Bolaget exponerade mot olika marknader och fartygstyper, vilket därmed minskar risken. Därtill medför strukturen att risken kopplad till ett specifikt fartyg begränsas till det fartygsägande bolaget vid potentiella negativa händelser och påverkar således inte andra delar av Ramlösas verksamhet.

## Ramlösas olika kontraktstyper

### Bareboat-kontrakt

Ett bareboat-kontrakt innebär att fartygsägaren hyr ut fartyget till en befraktare som blir operationellt ansvarig för fartyget, ansvaret omfattar att bemanna, underhålla och driva fartyget såväl som att ansvara för kostnader avseende drift, reparationer och försäkring av fartyget. Under kontraktens löptid, vilken ofta sträcker sig över flera år, erhåller fartygsägaren en fast hyresavgift, vilket bidrar till återkommande kassaflöden. Sammantaget innebär bareboat-kontrakt att fartygsägaren kan lämna alla operativa aspekter till befraktaren, inklusive reparation och underhåll.

Ramlösas fartyg **Leonardo B** har ett bareboat-kontrakt med Transgas Shipping Lines i Sydamerika som löper till april år 2028.

### Time charter-kontrakt

Ett Time charter-kontrakt innebär precis som bareboat-kontrakten ett hyresavtal där fartygsägaren hyr ut fartyget till en befraktare under en bestämd tidsperiod, vilken kan variera mellan några månader och flera år. Befraktaren betalar en daglig hyresavgift, s.k. TC-rate (time charter rate). Precis som i bareboat-kontraktet så ansvarar chartereren för de operationella kostnaderna såsom bränsle, hamnavgifter och besättningens löner. Däremot ansvarar fartygsägaren för underhåll, reparationer och försäkring, vilket således är en skillnad mot bareboat-kontraktet samt en stor anledning till att time charter-kontrakten typiskt sett har en högre intjäning.

Ramlösas fartyg **Perseus** har ett time charter-kontrakt som löper till sommaren år 2025 och fartyget **Pescara** har ett time charter-kontrakt som förväntas löpa i ca 24 månader från januari år 2025.

### Fartygspool

En Pool inom sjöfartsindustrin innebär att flera fartygsägare bidrar med fartyg till poolen, vilka sedan opererar på spotmarknaden och hanteras av en pooloperatör. Således är det operatören som hanterar exempelvis förhandling av avtal, schemaläggning och optimering av fartygens användning. Intäkterna från poolen fördelas mellan fartygen baserat på bl.a. fartygens storlek, ålder och prestanda. Fördelarna för fartygsägarna är att fartygen genom poolerna kan uppnå en högre effektivitet genom att optimera användningen av alla fartyg. Vidare innebär en pool en riskdelning då effekten av ett underpresterande fartyg minskar, givet upplägget med intäktsdelning. För mindre fartygsägare liksom Ramlösa ger en pool även en större geografisk exponering.

Ramlösas fartyg **Chemtrans Mobile** är verksam inom Hafnia Chemicals Handy/MR-poolen.

### Strategisk utsikt

#### Strategi om 20 % årlig avkastning på kapitalet

Ramlösas investeringsstrategi fokuserar på att finna investeringsmöjligheter med en låg risk och som beräknas kunna ge ca 20 % årlig avkastning på kapitalet sammanräknat efter försäljning av fartyget. I Ramlösas ledning och styrelse finns en omfattande erfarenhet av dels fartygsindustrin, dels inom finans, vilket skapar förutsättningar att välja ut de absolut bästa investeringsmöjligheterna med hänsyn till såväl avkastningsmöjligheter som risker.

Framgent är Ramlösas strategi att fortsätta identifiera attraktiva investeringsmöjligheter för att ytterligare diversifiera Bolagets fartygsportfölj, där börsnoteringen och tillhörande emissionslikvid anses utgöra ett naturligt steg för detta. Genom att identifiera och investera i nya fartyg inom olika segment, geografier samt kontraktstyper så förbättras den operativa flexibiliteten samtidigt som intäktsströmmarna ökar såväl som diversifieras.



2,7 %  
CAGR till 2032E

Den totala shippingmarknadens storlek förväntas uppgå till 11,9 miljarder ton år 2024 enligt Fortune Business Insights och estimeras växa till 14,7 miljarder ton år 2032, motsvarande en CAGR om 2,7 %. Drivare av marknadstillväxten förväntas vara allmän ekonomisk tillväxt, vilket antas medföra ökad efterfrågan på import och export av tillverkade varor. Vidare förväntas en ökande e-handel understödja sjöfartsmarknaden genom att fler beställningar görs och där olika typer av lagrings-, lastnings-, mottagnings- och säkerhetstjänster kräver olika typer av fartyg för transport.

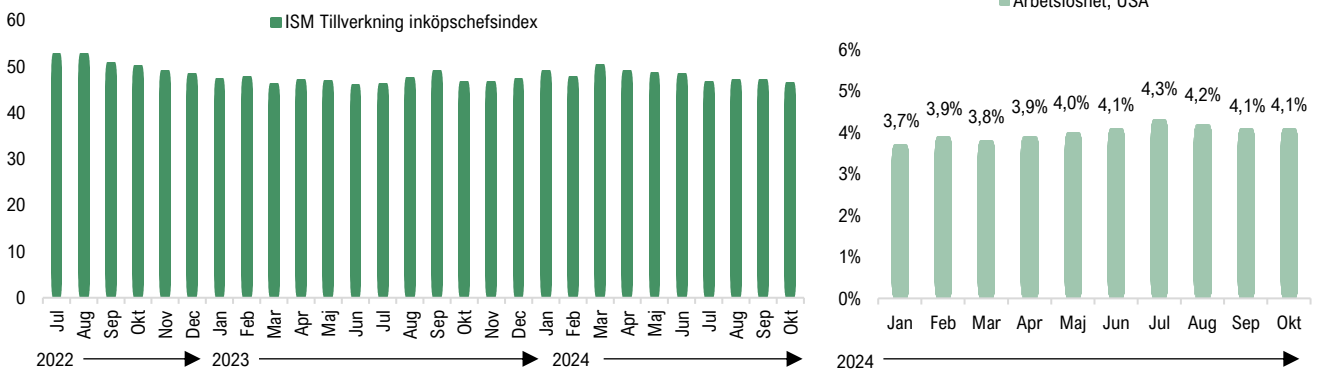
### Förväntade räntesänkningar i kombination med en mjuklandning av ekonomin kan gynna efterfrågan

Under de senaste åren har flertalet centralbanker i västvärlden genomfört räntehöjningar för att få bukt med en hög inflation, vilken skapades i efterdyningarna av covid-19 och genom geopolitisk oro, bl.a. genom kriget i Ryssland och Ukraina. Trots de hårda åtstramningarna har världens ekonomier hållit emot relativt väl, och uppvisat en generellt god tillväxt och stabila arbetsmarknader. I världens viktigaste ekonomi, USA, har efterfrågan varit god samtidigt som arbetslösheten har varit på en stabil nivå samtidigt som inflationen har kommit ned, vilket har skapat förhoppningar om en mjuklandning i ekonomin.

På senare tid har ekonomisk data varit något svagare, bl.a. har arbetslösheten stigit något samtidigt som den amerikanska tillverkningsindustrin har uppvisat svagare tendenser. Till följd av detta har den amerikanska centralbanken FED genomfört de första räntesänkningarna. I ett scenario där arbetslösheten hålls stabil och inflationen inte stiger igen kan räntesänkningarna skapa en ökad efterfrågan i den globala ekonomin. Den europeiska centralbanken ECB har redan genomfört tre räntesänkningar efter att inflationen sjunkit snabbare än i USA och ytterligare räntesänkningar kan komma att gynna efterfrågan på varor som behöver transporteras inom EU, däremot anses den allmänna konjunkturen i Europa vara svagare.

### Svaghet i den amerikanska ekonomin har börjat skönjas, vilket ökar sannolikheten för kommande räntesänkningar.

Inköpschefsindex tillverkningsindustrin och arbetslöshet, USA



Källa: investing.com

Efterfrågan på shipping är nära korrelerad med den allmänna efterfrågan i ekonomin då detta styr mängden konsumtion. Det är kostsamt att ha fartyg som inte är i bruk då det finns fasta kostnader förknippat med detta, vilket kan bli aktuellt då utbudet av fartyg överstiger efterfrågan. Dock, givet att Ramlösas fartyg är uthyrda på olika typer av kontrakt, så är det befaktarnas ansvar att se till att fartygen har last och är i bruk. Således är Ramlösas fartyg genom kontrakten på olika sätt skyddade mot en minskad efterfrågan. Däremot kan investeringarna påverkas när kontrakten går ut och nya avtal ska förhandlas, alternativt fartyget säljas, vilket kan ske till oförmånligare villkor i ett fall då utbudet av fartyg överstiger efterfrågan.

### Containerfraktmarknaden

Containerfartygsmarknaden påverkas av utvecklingen i den globala handeln, konsumtionsmönster samt utvecklingen av logistik och hamninfrastruktur. I spåren av covid-19 ökade fraktraterna för containers kraftigt p.g.a. störningar i leveranskedjan, vilka bl.a. berodde på kraftigt ökande efterfrågan på varor under pandemin och nedstängningar av hamnar, främst i Kina. Fraktraterna sjönk senare i takt med att restriktioner släpptes och att konsumtionen av varor minskade, dels till följd av minskade restriktioner, vilket medförde ökad konsumtion av tjänster istället, dels till följd av räntehöjningar från centralbanker världen över. Under år 2024 har fraktraterna dock återigen stigit, främst till följd av geopolitisk oro. Exempelvis har fartygstrafiken i röda havet stoppats efter att Huthi-rebellerna har anfällt flera kommersiella handelsfartyg, vilket har lett till att fartyg som åker mellan Asien och Europa behöver åka runt Afrika, vilket ökar kostnaderna för containerfrakt och således raterna.

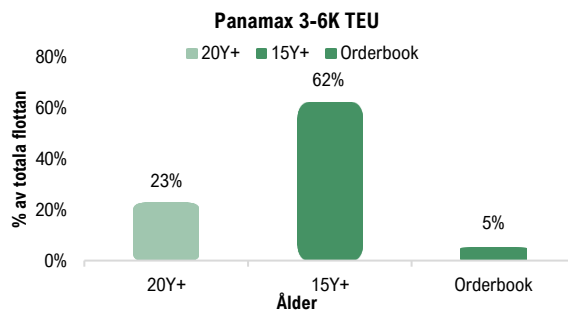
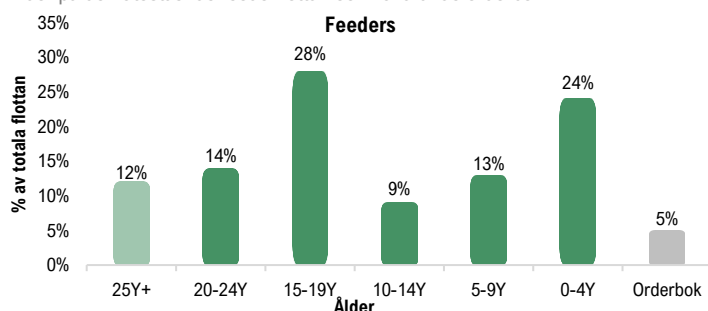
Ökade fraktrater  
under år 2024

### Lägsta orderboken på 10 år

Ytterligare en viktig aspekt för fraktraterna är utbudet på fartyg, där det framtida utbudet kan estimeras genom att analysera orderboken på fartyg som planeras att tillverkas. Sett till orderboken för *feeders*, mindre containerfartyg likt Ramlösas fartyg *Perseus*, så är orderboken den lägsta på 10 år och uppgår endast till ca 5 % av det totala antalet utestående *feeders*. Samtidigt är ca 12 % av flottan över 25 år gammal och 54 % över 15 år gamla, vilket ökar risken för reparationer och skrotning, något som minskar utbudet.<sup>1</sup> Den genomsnittliga livslängden på *feeders* uppgår under de senaste åren till ca 15 år och givet denna dynamik på feedermarknaden så finns förutsättningar för bibehållna höga fraktrater vid en bibehållen efterfrågan då utbudet av fartyg förväntas kunna minska under de kommande åren. För Panamax fartyg med 3-6k TEU (*twenty-foot equivalent unit*, ett mått på hur många containrar fartyget rymmer), dit Ramlösas fartyg *Pescara* räknas, är 23 % av flottan över 20 år och 62 % av flottan över 15 år, samtidigt som orderboken uppgår till 5 % där den genomsnittliga livslängden under de senaste åren uppgått till ca 15 år.<sup>1</sup> Givet denna dynamik på dessa marknader så finns förutsättningar för bibehållna höga fraktrater vid en bibehållen efterfrågan då utbudet av fartyg förväntas kunna minska under de kommande åren.

### Feedermarknaden har en åldrande flotta med 12 % som är 25 år eller äldre samtidigt som orderboken är 5 % av den totala flottan.

Ålder på den utestående feederflottan och nuvarande orderbok



Källa: Pareto Securities, Shipping Intelligence

### Tankmarknaden

Tankmarknaden består av fartyg som transporterar flytande laster såsom flytande naturgas, råolja och kemikalier. Efterfrågan på denna marknad påverkas bl.a. av den globala energikonsumtionen samt olje- och gasproduktion. Även om oljans marknadsandel på energimarknaden har sjunkit till följd av ett ökat användande av förnyelsebara energikällor under de senaste årtiondena så har konsumtionen i absoluta tal ökat till följd av det globalt stigande energibehovet. Framgent förväntas efterfrågan på olja fortsätta stiga genom en fortsatt förväntad befolkningstillväxt.<sup>2</sup>

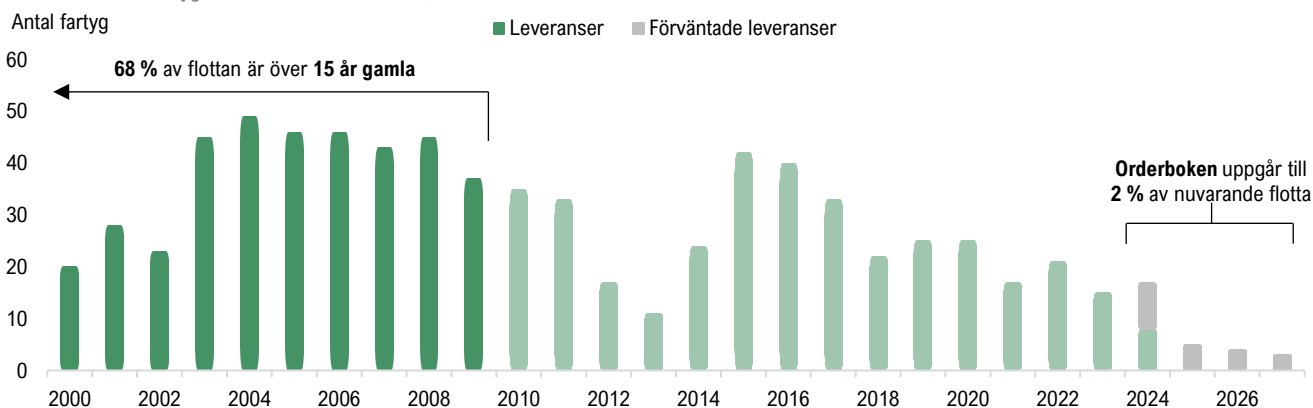
Sett till orderboken för tankfartyg så förväntas de lägsta leveranserna på 25 år under åren 2024-2026. Beträffande *handy tankers*, mellanstora tankfartyg, vilket Ramlösas fartyg *Chemtrans Mobile* är, så består orderboken av 2 % av nuvarande flotta. Under åren 2003-2009 skedde stora leveranser av *handy tankers* och totalt sett är ca 68 % av flottan mer än 15 år gamla och medelåldern uppgår till 15,8 år.<sup>2</sup> Den låga orderboken i kombination med en åldrande flotta skapar förutsättningar för en fortsatt hög efterfrågan på Ramlösas fartyg *Chemtrans Mobile*.

<sup>1</sup>Källa: Pareto Securities, Shipping Intelligence

<sup>2</sup>Källa: Fearnly Securities

### Handy tankers har en åldrande flotta i kombination med en låg orderbok vilket förväntas sänka utbudet på fartygstypen framgent.

Antal levererade fartyg och förväntade leveranser, 2000-2027



Källa: Fearnleys Securities, Shipping Intelligence Network



Ramlösas portfölj består av fyra fartyg, vilka prognostiseras generera starka kassaflöden och därmed ge en god avkastning på investerat kapital. Fartygens kassaflöden avses tillfalla Ramlösa genom en utdelning från de fartygsägande bolagen baserad på ägarandelen, vilket är hur Ramlösa erhåller kassaflöden. Således är det dessa utdelningar som utgör Ramlösas löpande intäkter.

## Intäkter

### Leonardo B

Ägarandel: 41,2 %



IRR: 18 %

Ramlösas fartyg **Leonardo B** förväntas generera säkra och stabila kassaflöden givet att fartyget är uthyrt på ett bareboat-kontrakt, vilket innebär att fartygsägaren leasar ut fartyget till en befektare som blir operationellt ansvarig för fartyget. Således erhåller fartygsägaren en hyresavgift under kontraktens löptid, vilket sträcker sig till april år 2028, något som bidrar till återkommande kassaflöden. Då fartygsägaren kan lämna alla operativa aspekter till befektaren, inklusive reparation och underhåll, anses bareboat-kontrakt generera relativt säkra kassaflöden där den enda risken kopplade till kontraktet är en motpartsrisk av att motparten inte kan betala hyresavgiften. Leonardo B förväntas generera en intäkt per dag uppgående till ca 7 TUSD per dag under nuvarande bareboat-kontrakt som löper t.o.m. april år 2028. Efter att kontraktet går ut finns möjligheten att chartra ut fartyget igen om det anses fördelaktigt, alternativt finns en köpoption för chartertagaren att utnyttja uppgående till 5,5 MUSD. Vid nyttjande av köpoptionen förväntas Leonardo B genom estimerade utdelningar samt försäljning av fartyget generera en IRR om 18 % för Ramlösa. Baserat på en daglig genomsnittlig intäkt om 7 TUSD, estimerade operationella kostnader, räntekostnader och återbetalning av lån för det fartygsägande bolaget samt Ramlösas ägarandel om 41,2 % i fartyget, förväntas Ramlösa erhålla utdelningar om 4,0 – 4,9 MSEK under åren 2025-2027 för ägarandelen i Leonardo B, motsvarande en direktavkastning om 15-19 % baserat på värderingen vid Ramlösas investering.

### Chemtrans Mobile

Ägarandel: 7,5 %



IRR: 18 %

**Chemtrans Mobile**, ett kemikalie- och oljeprodukttankfartyg byggt år 2016, är aktivt inom Hafnia Chemicals Handy/MR-poolen, vilken visade stark intjäning under H1-24, uppgående till ca 32,6 TUSD per dag, plus en teknisk miljöförmån om ca 1,5 TUSD per dag för fartyget. Poolens intjäning förväntas vara stabil på dessa nivåer under kommande år understött av en låg orderbok av nya fartyg och stabil efterfrågan på olja. Baserat på en estimerad daglig intäkt för fartyget om mellan 30 - 34 TUSD under prognosperioden, estimerade kassaflöden från finansieringsverksamheten för det fartygsägande bolaget samt Ramlösas ägarandel om 7,5 %, estimeras Ramlösa erhålla utdelningar om 1,0 och 1,4 MSEK under år 2025 respektive 2026. Givet en estimerad försäljning av fartyget till samma värde som vid Ramlösas investering, subtraherat med avskrivet värde och estimerade försäljningskostnader, förväntas investeringen generera en IRR om ca 18 % för Ramlösa.

### Perseus

Ägarandel: 68 %



IRR: 30 %

Ramlösas fartyg **Perseus** är ett feederfartyg som är uthyrt genom ett time charter-kontrakt med det turkiska bolaget Akkon Lines, vilket löper till sommaren år 2025. Kontraktet förväntas generera intäkter om ca 13 TUSD per dag för fartyget. Under prognosperioden estimerar Analyst Group att den dagliga hyresavgiften, TC rate, gradvis kommer sjunka något baserat på en lägre estimerad efterfrågan på varor och uppgå till ca 12 TUSD per dag i slutet av prognosperioden, vilket ändå är högre än 10-årsnittet om 11 TUSD per dag, vilket motiveras av en låg orderbok av nya fartyg som förväntas stärka efterfrågan på nuvarande flotta. Baserat på estimerade dagliga intäkter förväntas Perseus generera starka kassaflöden och med en beräknad försäljning av fartyget till avskrivet värde fem år efter investeringen så förväntas en IRR om ca 30 % på investeringen. De estimerade starka kassaflödena medför även att lånen i det fartygsägande bolaget betalas ned till skrotvärdet två år efter investeringen, vilket minskar risken. Ramlösa förväntas erhålla årliga utdelningar om ca 10 – 11 MSEK under åren 2025-2027 för ägarandelen om 68 % i Perseus.

**Pescara**

Ägarandel: 6,3 %



IRR: 23 %

**Pescara** är ett 3 534 TEU Panamax scrubber-utrustat containerfartyg i vilket Ramlösa äger 6,3 % genom det fartygsägande bolaget ParCon IX AS. Från det att fartyget levereras, vilket förväntas i januari år 2025, kommer fartyget att vara uthyrt på ett time charter-kontrakt under ca 2 år med Maersk som motpart. Under kontraktet förväntas starka kassaflöden som estimeras generera 14,6 MUSD i EBITDA-resultat för det fartygsägande bolaget, vilket kan jämföras med inköspriset om ca 24,1 MUSD, samt medföra att lånet i det fartygsägande bolaget betalas ned till det estimerade skrotvärdet efter 3,3 år, vilket anses som en kort tid. Under det tvååriga time charter-kontraktet estimerar Analyst Group en daglig intäkt om ca 28 TUSD per dag för fartyget, därefter estimeras ett nytt time charter-kontrakt tecknas men där den dagliga intäkten estimeras vara närmare det långsiktiga snittet i daglig intäkt om ca 20 TUSD per dag. Därtill förväntas en teknisk miljöförmån om ca 1,5 TUSD per dag för fartyget. Baserat på dessa intäkter och med estimerade löpande kostnader, räntekostnader och amortering av lån samt Ramlösas ägarandel om 6,3 %, estimeras fartyget generera utdelningar om 2,4-1,4 MSEK under år 2025-2027 för Ramlösa. Genom dessa utdelningar i kombination med ett estimerat försäljningsvärde till avskrivet värde fyra år efter investeringen, estimeras en IRR om ca 23 % på investeringen i ett Base scenario.

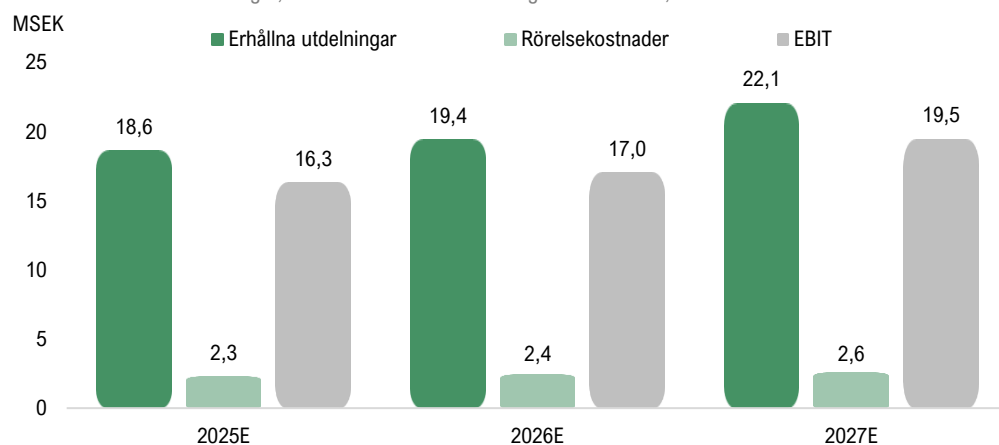
I Ramlösas koncernredovisning konsolideras de fartygsägande bolag där Ramlösa äger en majoritet, d.v.s. över 50 % av rösterna, vilket per utgången av Q3-24 avsåg Atlantic Feeder III AS och fartyget Perseus. Således ingår inte övriga fartyg i den konsoliderade redovisningen, varför Analyst Group inte har estimerat resultaträkningen för koncernen utan snarare har estimerat vilka kassaflöden Ramlösa erhåller genom ägarandelarna i de olika fartygen i form av utdelningar, subtraherat med de kostnader som är hänförliga till förvaltningen av fartygen. Dessa kostnader antas vara hänförliga till löner och arvoden till Bolagets ledning och styrelse samt ekonomi- och administrationskostnader och redovisas som externa kostnader. Således anser Analyst Group sammantaget att Ramlösas resultaträkning inte ger en helhetsbild av Bolagets utveckling på kvartalsbasis p.g.a. redovisningstekniska skäl.

**Låga förvaltningskostnader bäddar för starka kassaflöden**

Baserat på estimerade kassaflöden från Ramlösas fartygsinvesteringar estimeras Bolaget erhålla utdelningar uppgående till ca 18,6 MSEK under år 2025 och ca 19,4 MSEK under år 2026. För ett investmentbolag likt Ramlösa kan rörelsekostnaderna behållas låga genom att ingen operativ personal för fartygen behövs utan rörelsekostnaderna består av förvaltningskostnader, som ovan nämnt primärt hänförliga till personalkostnader och arvoden till ledning och styrelse. Utöver dessa kostnader estimerar Analyst Group inte några betydande rörelsekostnader, utan endast mindre noterings- och administrationskostnader. Inför noteringen under år 2024 har Ramlösa en styrelse och ledning med en lång och bred erfarenhet från såväl shipping- som finansmarknaden där Analyst Group bedömer att Bolaget inte är i behov av ytterligare arbetskraft för att bedriva verksamheten framgent. De totala rörelsekostnaderna, tillika förvaltningskostnaderna, estimeras uppgå till ca 2,5 MSEK årligen. Genom starka kassaflöden från fartygen i kombination med låga förvaltningskostnader estimeras Ramlösa redovisa ett starkt resultat och kassaflöde, vilket förväntas användas till nya fartygsinvesteringar samt utdelningar till aktieägare.

**Starka kassaflöden från fartygsinvesteringarna i kombination med låg rörelsekostnader estimeras generera goda resultat för Ramlösa.**

Estimerade erhållna utdelningar, rörelsekostnader och Earnings Before Taxes, 2025E-2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

Stabil kostnads-  
bas medför  
skalbarhet

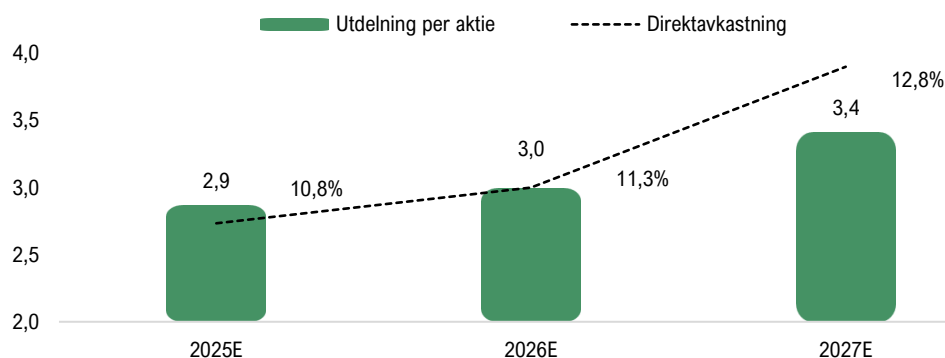
### Utdelningspolicyn skapar goda förutsättningar för hög direktavkastning

De estimerade erhållna kassaflödena förväntas användas till dels nya investeringar, dels utdelning till Ramlösas aktieägare, där Bolagets utdelningspolicy syftar till att ge aktieägarna en utdelning som ger en god direktavkastning, målsättningen stipulerar att 50-75 % av nettoavkastningen efter skatt ska återföras till aktieägarna via utdelning eller återköp. Baserat på våra prognoser avseende nettoavkastningen under åren 2025-2027 och en antagen utdelningsandel om 60 % estimeras en utdelning uppgående till 2,9 kr per aktie för räkenskapsåret 2025, vilken sedan estimeras växa till ca 3,4 kr per aktie år 2027, motsvarande en direktavkastning om 10,4-12,4 % baserat på aktiekursen per 2024-11-29 om 27,6 kr. Således estimerar vi att investerare i Ramlösa förväntas erhålla en god utdelning under kommande år. Det ska dock poängteras att utdelningen om 50-75 % av nettoavkastningen utgör en målsättning och i det fall Ramlösa anser att det finns intressanta investeringsmöjligheter i nya fartyg som anses vara värdeskapande, ser vi det som möjligt att kapitalet allokeras till detta snarare än utdelning till Bolagets aktieägare.

Estimerad  
direktavkastning  
om 10,4 % år  
2025

**I ett scenario då Ramlösa delar ut 60 % av den årliga nettoavkastningen estimeras en hög direktavkastning under kommande år.**

Estimerad utdelning per aktie baserat på 60 % utdelningsandel på estimerad nettoavkastning, 2025E-2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

### Alternativ vid utlöpande kontrakt

När ett kontrakt för ett fartyg löper ut finns det olika alternativ för en fartygsägare, där det alternativ som anses mest fördelaktigt givet marknadsläget och fartygets skick väljs. Alternativen som finns avser att förnya de befintliga kontrakten, teckna ett nytt kontrakt med en annan befraftare, operera via en pool eller sälja ägarandelen i fartyget. Givet svårigheten med att estimera vad som sker vid ett utlöpande kontrakt utgår Analyst Groups prognoser från att kontrakten förnyas med befintlig hyrestagare eller en ny hyrestagare med liknande villkor. Fartyget Leonardo B:s bareboat-kontrakt löper t.o.m. april år 2028, vilket förväntas generera stabila kassaflöden under löptiden medan Chemtrans Mobile verkar i en fartygspool med exponering mot spotmarknaden. Avseende Perseus så har fartyget ett time charter-kontrakt, vilket löper ut under sommaren år 2025, något som även fartyget Pescara har från att Ramlösa tillträder ägandet och ca två år framåt, där tillträdet förväntas ske under januari 2025. Dessa två prognostiseras förnyas till liknande villkor vid utgående kontrakt.

### Relativvärdering

För att värdera Ramlösas estimerade inkommande kassaflöden från fartygsinvesteringarna görs en relativvärdering där en jämförelse med en peer-grupp inom sjöfartsbranschen görs. Jämförelsebolagen är operativt verksamma inom shipping snarare än att vara investmentbolag likt Ramlösa och verkar inom olika segment inom branschen såsom oljetransport, råvarutransport och containerfrakt. Således anser Analyst Group att det finns likheter mellan jämförelsebolagen och Ramlösas fartyg gällande marknadsförhållanden, tillväxtutsikter, lönsamhet, kassaflöden och till viss del kapitalstruktur. Nedan följer en sammanställning över valda peers och dess storlek, finansiella ställning, tillväxt, förväntade marginaler och värderingsmultiplar på 2025 års estimat.

Nyckeltal	Market Cap	Enterprise Value	Soliditet	Omsättningstillväxt	EBIT-tillväxt	EBIT-marginal	FCF-marginal	EV/S	EV/EBIT	EV/FCF
	MSEK	MSEK		CAGR (2022-2025E)	CAGR (2022-2025E)	2025E	2025E	2025E	2025E	2025E
Okeanis Eco Tankers	7 888	14 465	38%	18%	25%	68%	66%	4,2	6,2	6,4
Odfjell	8 289	18 201	43%	-1%	16%	27%	25%	1,3	4,9	5,3
Hafnia	32 650	43 319	62%	-3%	-11%	43%	51%	3,1	7,1	6,0
Frontline	39 503	77 244	38%	27%	33%	61%	59%	4,2	6,8	7,1
Torm	22 073	30 759	60%	-2%	-5%	38%	43%	2,1	5,4	4,8
TOP Ships	382	3 215	33%	5%	4%	39%	23%	3,2	8,2	14,0
DHT	16 555	20 188	70%	22%	71%	57%	48%	3,9	6,8	8,0
Safe Bulkers	413	818	61%	-4%	-16%	34%	26%	2,6	7,6	10,1
Golden Ocean Group	21 772	36 191	56%	-4%	-3%	54%	47%	4,4	8,2	9,5
Diana Shipping	2 425	7 216	43%	-3%	-12%	38%	35%	2,6	6,8	7,4
<b>Medelvärde</b>	<b>15 195</b>	<b>25 162</b>	<b>50%</b>	<b>6%</b>	<b>10%</b>	<b>46%</b>	<b>42%</b>	<b>3,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>
<b>Median</b>	<b>12 422</b>	<b>19 194</b>	<b>49%</b>	<b>-1%</b>	<b>0%</b>	<b>41%</b>	<b>45%</b>	<b>3,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>
<i>Ramlösa shipping</i>	<i>96</i>	<i>77<sup>1</sup></i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>90%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,6</i>

### Relativvärdering

Estimerad FCF 2025E

**16,7 MSEK**

Applicerad EV/FCF-multipl

**7,3x**

Potentiellt värde per aktie

**40,5 kr**

Som tidigare nämnt erhåller Ramlösa kassaflöden genom utdelningar, vilka baseras på de kassaflöden som fartygen genererar samt Bolagets ägarandel. Analyst Group anser att de förväntade erhållna utdelningarna, justerat för estimerade rörelsekostnader, kan likställas med vad ett operativt bolag inom sjöfart genererar i fritt kassaflöde. Därav görs relativvärderingen av Ramlösa genom att applicera en EV/FCF-multipl på Bolagets estimerade erhållna utdelningar efter förvaltningskostnader.

Avseende peer-gruppen så uppgår medianmultipl till EV/FCF 7,2x på 2025 års estimerade fria kassaflöden, det finns dock vissa skillnader att ta i beaktning mellan Ramlösa och jämförelsebolagen. Ramlösa är ett betydligt mindre bolag jämfört med peer-gruppen, vilket motiverar en värderingsrabatt. Den mindre storleken innebär att Ramlösa har färre aktiva fartyg, vilket ökar risken i termer av att ett underpresterande fartyg får större påverkan. Analyst Group anser dock att Bolaget hanterar denna risk genom att dess fartyg är verksamma inom olika segment och geografiska områden samt på olika kontrakt, därtill är fartyget Chemtrans Mobile medlem i en pool, vilket innebär en riskdelning med andra medlemmar i poolen då effekten av ett underpresterande fartyg minskar, givet upplägget med intäktsdelning, vilket även skapar relativt stabila och förutsägbara intäktsströmmar. Vidare antas de fartygsägande bolagen ha en liknande kapitalstruktur som jämförelsebolagen, vars soliditet i genomsnitt uppgår till 50 %. Ytterligare en aspekt att ta i beaktning är att de fartygsägande bolagen har höga amorteringar under år 2025, vilket reducerar utdelningen till Ramlösa, vilken under efterföljande år förväntas växa givet lägre räntekostnader samt lägre amorteringar på de fartygsägande bolagens lån, varför detta motiverar en premie på Ramlösas värdering hänförligt till högre förväntad FCF-tillväxt under åren efter år 2025.

Baserat på ovan resonemang appliceras en EV/FCF-multipl om 7,3x på Ramlösas estimerade FCF år 2025, bestående av förväntade utdelningar justerat för rörelsekostnader, uppgående till 16,7 MSEK. Givet en applicerad EV/FCF-multipl om 7,3x härleds ett Enterprise Value om ca 122 MSEK. Baserat på detta, Ramlösas nettokassa samt antalet utestående aktier, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 40,5 kr genom relativvärderingen.

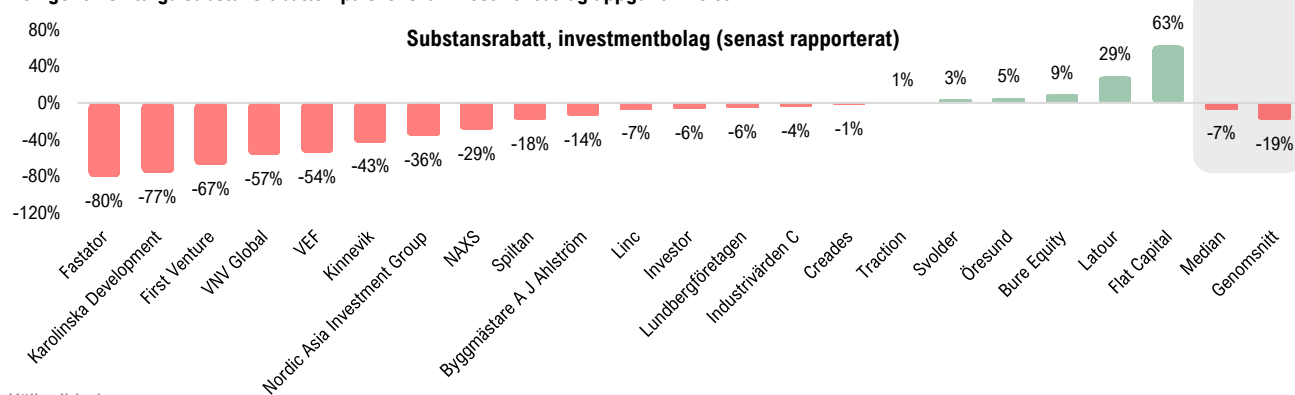
<sup>1</sup>Moderbolagets estimerade nettokassa efter noteringsemissionen och investeringen i Pescara

Fartyg	Substansvärde (MSEK)	Andel
Leonardo B	29,4	27,2%
Chemtrans Mobile	16,3	15,1%
Perseus	32,5	30,1%
Pescara	10,2	9,4%
Nettokassa	19,5 <sup>1</sup>	18,1%
<b>Summa</b>	<b>107,8</b>	<b>100%</b>

### Substansvärdering

Då Ramlösa är ett investmentbolag samt för att ytterligare stärka värderingsgrunden görs även en substansvärdering, där Ramlösa för närvarande har fyra fartygsinnehav, vilka samtliga förvärvats under år 2024. Givet att samtliga transaktioner har skett under det senaste året anses dessa värderingar spegla nuvarande marknadsvärde relativt väl för de olika fartygen, varför Ramlösas anskaffningsvärden har applicerats i substansvärderingen, med undantag för Leonardo B, där Ramlösa under september meddelade att substansvärdet ökar med 12,3 % sedan Bolagets investering, varför detta värde används. Det totala substansvärdet för fartygen, inklusive beräknad nettokassa, uppgår till ca 107,8 MSEK. För att härleda en substanspremie/rabatt görs en jämförelse med andra svenska noterade investmentbolag. Även om dessa investmentbolag primärt investerar i bolag snarare än fartyg anser Analyst Group ändå att jämförelsen är relevant givet avsaknaden av relevanta investmentbolag inom sjöfart.

Den genomsnittliga substansrabatten på svenska investmentbolag uppgår till 19 %.



Källa: Ibindex

<sup>1</sup>Moderbolagets estimerade nettokassa efter noteringsemissionen och investeringen i Pescara

## Substansvärdering

Härlett substansvärde per aktie

30,9 kr

Applicerad substanspremie

12 %

Potentiellt värde per aktie

34,6 kr

37,5 kr per aktie i ett Base scenario

Den genomsnittliga värderingen på svenska investmentbolag är en rabatt om 19 % jämfört med det senaste rapporterade substansvärdet. Vidare har mindre investmentbolag generellt en högre rabatt där den genomsnittliga substansrabatten för investmentbolag med ett börsvärde lägre än 5 mdSEK uppgår till 31 % jämfört med bolag med ett börsvärde högre än 5 mdSEK som har en rabatt om 4 %. Ramlösa är ett mindre bolag, vilket motiverar en substansrabatt rent generellt, vidare antas en anledning till att flera bolag handlas till rabatt vara hänförligt till en stor andel onoterade innehav, vilka är mer illikvida tillgångar, något som även Ramlösas fartyg anses vara, vilket motiverar en substansrabatt.

Flera av investmentbolagen som handlas till hög rabatt har även en hög andel innehav som ännu inte genererar positiva kassaflöden, vilket skapar en osäkerhet kring framtida finansiering, något som antas bidra till substansrabbterna. Ramlösas portföljinnehav förväntas dock generera starka kassaflöden och tillfalla Ramlösa genom utdelningar, vilka Bolaget kan använda för att göra nyinvesteringar, alternativt dela ut till aktieägare, snarare än att behöva göra tilläggsinvesteringar i innehav med sinande kassa, något som enligt Analyst Group bör premieras. Dessutom ger Ramlösa investerare exponering mot en svåråtkomlig marknad i form av sjöfartsmarknaden med en erfaren ledning och styrelse som förvaltare, vilket också motiverar en premie enligt Analyst Group.

Sammantaget anser Analyst Group att en substanspremie om 12 % är motiverad, baserat på starka estimerade kassaflöden samt expertisen inom Bolaget. Som tidigare nämnt antas den genomsnittliga substansrabatten dras ned av bolag med negativa kassaflöden, varför Ramlösas innehavs starka kassaflöden enligt Analyst Group bör medföra en premie, samtidigt som substansvärdet förväntas ha ökat något sedan investeringarna, vilket motiverar premien jämfört med jämförelsebolagen. Baserat på ett substansvärde om 107,8 MSEK och en applicerad premie om 12 % härleds ett justerat substansvärde om 120,8 MSEK, motsvarande 34,6 kr per aktie.

### Sammanfattning

För att värdera Ramlösa görs en likaviktad sammanvägning av den härledda relativvärderingen och substansvärderingen. Baserat på ett motiverat värde per aktie om 40,5 kr i relativvärderingen och 34,6 kr i substansvärderingen, samt en likaviktning mellan dessa två, härleds sammantaget ett potentiellt värde per aktie om 37,5 kr i ett Base scenario.

### Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas fraktrater fortsatt vara höga under kommande år, drivet av bl.a. fortsatta geopolitiska oroligheter. Vidare förväntas efterfrågan understödjas av räntesänkningar i Europa och USA, vilket samtidigt ökar efterfrågan på frakt inom Ramlösas olika segment och således understödjer högre fraktrater framgent. Dessutom påvisar orderböcker på fartyg inom Bolagets segment en låg tillförsel av nya fartyg jämfört med historiskt, samtidigt som flottorna är ålderstigna, vilket ökar risken för att dessa tas ur bruk, något som förväntas ske i en högre utsträckning i ett Bull scenario jämfört med ett Base scenario. Ett lägre utbud på aktiva fartyg förväntas således också bidra till högre fraktrater. Sammantaget estimeras högre fraktrater, tillika nettointäkter per dag, för Ramlösas fartyg bidra med starkare kassaflöden i ett Bull scenario jämfört med ett Base scenario, vilket medför högre förväntade utdelningar till Bolaget, vilka kan användas till utdelning till Ramlösas aktieägare samt nyinvesteringar.

## Bull scenario

#### Relativvärdering

48,9 kr

#### Substansvärdering

37,7 kr

#### Sammanvägt värde per aktie

43,3 kr

Genom emissionslikviden som tillfördes i samband med noteringen har Ramlösa redan genomfört en investering i ett nytt fartyg i form av Pescara, vilket förväntas generera starka kassaflöden under kommande två års time charter-kontrakt med Maersk och i ett Bull scenario förväntas kontraktet även kunna förnyas till liknande villkor. Därtill förväntas Ramlösa genomföra ytterligare investeringar i nya fartyg, vilket även estimeras generera god riskjusterad avkastning. Givet Ramlösas ledning och styrelsens gedigna erfarenhet och kunskap samt breda kontaktnät inom branschen förväntas Bolaget kunna hitta ytterligare attraktiva investeringsmöjligheter som är värdeskapande för aktieägare.

I ett Bull scenario värderas Ramlösa genom en sammanvägning av en relativvärdering, där Ramlösa jämförs med en peer-grupp av operationella bolag inom sjöfartssektorn, och en substansvärdering. I ett Bull scenario estimeras Ramlösa generera 18,6 MSEK i FCF, erhållna utdelningar justerade för rörelsekostnader, år 2025 och med en applicerad EV/FCF-multipel om 8,1x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 48,9 kr. Sett till substansvärderingen så appliceras en substanspremie om 22 % på det härledda substansvärdet om 107,8 MSEK, vilket resulterar i ett potentiellt värde per aktie om 37,7 kr. Genom en likaviktad sammanvägning av relativvärderingen och substansvärderingen härleds ett potentiellt värde per aktie om **43,3 kr** i ett Bull scenario.

### Bear scenario

## Bear scenario

#### Relativvärdering

23,5 kr

#### Substansvärdering

24,7 kr

#### Sammanvägt värde per aktie

24,1 kr

Potentiella faktorer att beakta i ett Bear scenario är en vikande global konjunktur, vilket minskar den allmänna efterfrågan, vilket även medför lägre efterfrågan på frakt. Sjöfarmsmarknaden är en volatil marknad där makroekonomiska faktorer kan få stor påverkan på fartygs intjäning och en vikande konjunktur estimeras få effekt på fraktraterna för Ramlösas fartyg, även om Bolaget har en god spridning på typen av fartyg, kontrakt och geografisk marknad. Även om fraktraterna estimeras vara lägre i ett Bear scenario, förväntas de vara över nivån för *break even* för Ramlösa, vilket medför en positiv avkastning på investeringarna, om än lägre än i ett Base scenario.

Ytterligare en faktor att beakta i ett Bear scenario är att Ramlösa genom att vara fartygsägare inom vissa kontrakt är ansvariga för underhåll och reparationer av fartygen, något som är aktuellt för Perseus och Pescara som är uthyrda på ett time charter-kontrakt samt Chemtrans Mobile som är medlem i en pool. Det är kostsamt att ha fartyg på reparation, en kostnad som alltså kan drabba Ramlösa i en sådan situation.

I ett Bear scenario värderas Ramlösa genom en sammanvägning av en relativvärdering, där Ramlösa jämförs med en peer-grupp av operationella bolag inom sjöfarmssektorn, och en substansvärdering. I ett Bear scenario estimeras Ramlösa generera 9,9 MSEK i FCF, erhållna utdelningar justerade för rörelsekostnader, år 2025 och med en applicerad EV/FCF-multipel om 6,3x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 23,5. Sett till substansvärderingen så appliceras en substansrabatt om 20 % på det härledda substansvärdet om 107,8 MSEK, vilket resulterar i ett potentiellt värde per aktie om 24,7 kr. Genom en likaviktad sammanvägning av relativvärderingen och substansvärderingen härleds ett potentiellt värde per aktie om **24,1 kr** i ett Bear scenario.





### Stefan Norrsell, VD och styrelseledamot

Stefan har en civilekonomexamen från Kristianstad Universitet. Han har tidigare lång erfarenhet från finansmarknaden samt även som småföretagare och fysik- och mattelärare. Stefan är grundare av Ramlösa Shipping och sitter som styrelseledamot sedan 2022 och VD sedan 2024.

Övriga uppdrag: Styrelseordförande i Kapitalgruppen Invest Skandinavien AB. Styrelseledamot i Kapitalgruppen Skandinavien AB.

**Aktieinnehav i Ramlösa Shipping:** Stefan äger 60 580 aktier (1,7 %) och 89 579 teckningsoptioner.



### Fredrik Stenberg, CFO

Fredrik har en civilekonomexamen från Lunds Universitet. Han har lång erfarenhet inom ekonomi och redovisning genom tidigare anställning som revisor på PwC samt som controller och redovisningschef på större internationella företag. Sedan 2007 driver Fredrik ett eget konsultföretag där han arbetar med ekonomi och redovisning.

Övriga uppdrag: Ekonomikonsult vid Total Shared Services Helsingborg AB. Styrelseordförande i IRC Invest AB. Styrelseledamot i Total Shared Services Helsingborg AB, TSSH Invest AB och TSSH Trading AB.

**Aktieinnehav i Ramlösa Shipping:** Fredrik äger 60 000 aktier (1,7 %) och 57 005 teckningsoptioner.



### Lennart Bylock, Senior Advisor

Lennart är industriman och tidigare koncernchef samt VD för bland annat Nitro Nobel. Som grundare av Bylock & Nordsjöfrakt, ett av Sveriges största rederier, har han etablerat sig som en framgångsrik affärsman. Lennart har suttit i styrelser för 50 av Sveriges största företag och har för sina betydande insatser inom svenskt näringsliv mottagit H.M. Konungens medalj i guld.

**Aktieinnehav i Ramlösa Shipping:** Lennart äger 0 aktier.



### Thomas Angskog, Styrelseordförande

Thomas har en filosofie kandidatexamen inom företagsledning och företagsekonomi från Bethany College. Han har tidigare varit CFO för Visma Collectors AB, VD för IAK Lagersystem AB, samt grundare och VD för Crediflow AB. Thomas har även grundat Linxify Development AB.

Övriga uppdrag: Styrelseledamot i Linxify Development AB.

**Aktieinnehav i Ramlösa Shipping:** Thomas äger 23 900 aktier (0,7 %) och 65 148 teckningsoptioner.



### Magnus Granander, Styrelseledamot

Magnus har en sjökaptensexamen från Chalmers Tekniska Högskola. Han har tidigare erfarenhet som skeppsmäklare på flera större internationella företag.

Övriga uppdrag: Medgrundare, VD och styrelseledamot för UME Shipping AB. Styrelseledamot för bolagen Partankers XXIV AS, Sivamar Shipping Company Ltd, Chemtrans Mobile AS, Montemare Shipping Company Ltd, Monia Aframax Holding Ltd, Bee Shipping Ltd, Baltic Bulk Carriers AB och Nordic Ocean Bulk Associates AB.

**Aktieinnehav i Ramlösa Shipping:** Magnus äger 8 195 aktier (0,2 %) och 97 722 teckningsoptioner.



### Theo Erdmann, Styrelseledamot

Theo har en mastersexamen inom ekonomi och juridik från St.Gallen och styrelseutbildning från Stanford University. Han har tidigare erfarenhet inom shippingbranschen samt även erfarenhet inom Project Finance på Pareto Securities AS.

Övriga uppdrag: Adviser på investmentbolaget Allin Invest AG samt till ett family-office bolag och en institutionell fond i Schweiz. Styrelseledamot i Allwea Structured IV Ltd och i 12 fartyg SPVer.

**Aktieinnehav i Ramlösa Shipping:** Theo äger 0 aktier.



### Carolina Uiff, Styrelseledamot

Carolina har en kandidatexamen i företagsekonomi från Bath University. Hon har lång erfarenhet som skeppsmäklare med fokus på bulkmarknaden. Carolina har tidigare varit styrelseledamot i WISTA (Women in Shipping and Trading Association).

Övriga uppdrag: VD för Tore Uiff AB. Skeppsmäklare och styrelseledamot på Tore Uiff Chartering AB.

**Aktieinnehav i Ramlösa Shipping:** Carolina äger 0 aktier och 8 144 teckningsoptioner.

Base scenario (MSEK)	2025E	2026E	2027E
Erhållna utdelningar	18,6	19,4	22,1
<b>Totala intäkter</b>	<b>18,6</b>	<b>19,4</b>	<b>22,1</b>
Övriga externa kostnader	-2,3	-2,4	-2,6
<b>EBIT</b>	<b>16,3</b>	<b>17,0</b>	<b>19,5</b>
Finansiella intäkter	0,4	0,4	0,4
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>16,7</b>	<b>17,4</b>	<b>19,8</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>16,7</b>	<b>17,4</b>	<b>19,8</b>
Nettomarginal	89,7%	89,7%	90,0%

Bull scenario (MSEK)	2025E	2026E	2027E
Erhållna utdelningar	20,7	21,7	26,1
<b>Totala intäkter</b>	<b>20,7</b>	<b>21,7</b>	<b>26,1</b>
Övriga externa kostnader	-2,4	-2,6	-2,8
<b>EBIT</b>	<b>18,3</b>	<b>19,1</b>	<b>23,3</b>
Finansiella intäkter	0,4	0,4	0,4
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>18,6</b>	<b>19,5</b>	<b>23,7</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>18,6</b>	<b>19,5</b>	<b>23,7</b>
Nettomarginal	90,3%	89,8%	90,8%

Bear scenario (MSEK)	2025E	2026E	2027E
Erhållna utdelningar	12,0	12,4	14,2
<b>Totala intäkter</b>	<b>12,0</b>	<b>12,4</b>	<b>14,2</b>
Övriga externa kostnader	-2,3	-2,5	-2,6
<b>EBIT</b>	<b>9,7</b>	<b>9,9</b>	<b>11,6</b>
Finansiella intäkter	0,2	0,2	0,2
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>9,9</b>	<b>10,1</b>	<b>11,8</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>9,9</b>	<b>10,1</b>	<b>11,8</b>
Nettomarginal	82,5%	81,4%	83,1%

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Ramlösa shipping AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.