Hovedopgave HD(R)
CBS, institut for regnskab

Torm A/S

Strategisk analyse – værdiansættelse

Opgaveløser: Morten Grinder Boel

Vejleder: Jens Elling

Indholdsfortegnelse

1 INDLEDNING 5

1.1 Introduktion 5

1.2 Problemformulering 6

1.3 Metode og modelvalg 7
1.3.1 Teorivalg: 7
1.3.2 Emperivalg: 8

1.4 Afgrænsning 9
1.4.1 Tidsmæssig afgrænsning 9
1.4.2 Vidensmæssig afgrænsning 9
1.4.3 Øvrig afgrænsning 9

1.5 Torm beskrivelse 10

1.6 Finanskrisen 11

1.7 Analyse af de 2 brancher 13
1.7.1 Tankskibsmarkedet 13
1.7.2 Tørlastdivision 14

2 STRATEGISK ANALYSE 15

2.1 PESTEL analyse 15
2.1.1 Politiske faktorer 15
2.1.2 Økonomiske faktorer 18
2.1.3 Sociokulturelle faktorer 24
2.1.4 Lovgivnings faktorer 25
2.1.5 Miljø faktorer 26

2.2 Porters 5 Forces 27
2.2.1 Definition af branchen 27
2.2.2 Potentielle nye indtrængere 27
2.2.3 Kunder 29
2.2.4 Substituerende produkter 31
2.2.5 Leverandører 32
2.2.6 Konkurrence intensitet 34

2.3 Intern analyse 34

2.4 SWOT analyse 40

2.5 Bestemmelse af generisk strategi 42

2.6 Delkonklusion 43

3 RENTABILITETSANALYSE 46

3.1 Udregning og analyse af ROE 47
3.1.1 Den finansielle aktivitets påvirkning på ROE 47
3.1.2 Driftsaktivitetens påvirkning på ROE 49
3.1.3 Analyse af risiko 54

3.2 Delkonklusion: 57

4 BUDGETTERING 58

4.1 Budget forudsætninger for værdiansættelsen 58
4.1.1 Budgetperiode / Konkurrencefordelsperiode 58
4.1.2 Salgsvækst for tank og tørlastområdet 59
4.1.3 Omkostninger 61
4.1.4 Overskudsgraden tank og tørlast 63
4.1.5 AOH tank og tørlast 64

4.2 Delkonklusion 64

5 VÆRDIANSÆTTELSE AF D/S TORM 65

5.1 Beregning af WACC 65
5.1.1 Kapitalstrukturen 66
5.1.2 Egenkapitalomkostningen 66
5.1.3 Fremmedkapitalomkostningen 68

5.2 Værdiansættelse 69
5.2.1 Cash flow modellen (FCFF) 69
5.2.2 Residual indkomst modellen (RIDO) 70

5.3 Følsomhedsanalyse 72

5.4 Upside og downside scenarier 73

5.5 Delkonklusion 74

6 SAMLET KONKLUSION 75

7 LITTERATURLISTE 80

8 BILAG 82

Executive summary

The purpose for my thesis is to complete an analysis and valuation of the Danish shipping company Torm A/S. My purpose is to reach to a conclusion of whether the global financial crisis has effected on the future strategically opportunities of Torm, and if these changes has effected the valuation of Torm.

An internal analysis of Torm has been performed in order to determine Torm A/S' internal strengths and weaknesses. The analysis showed that Torm has made great investments in the time of financial turbulence, and has strengthened their internal possibilities for the future. The analysis also showed that Torm financially is below the competitors operating margins and market shares, which shows that Torm for the future has to use its new internal investments in order to fulfill the vision of the company – being the most profitable player in the market.

The external environment has been analyzed through a PESTEL and Porters Five Forces analysis. My analysis concludes the fact that the market for shipping oil and bulk are much affected by the external supply/demand factors. This has affected Torm financially, as their turnover depends on the freight rates set by the supply/demand factors, which had the lowest freight rates under the financial crisis not seen for many years. There are good opportunities in the market, especially in China and India due to rising personal income.

The financial analysis showed that Torms operating margins are below its competitors, but they still manage good margins. The analysis also showed that the financial crisis had made major impact on the revenue and turnover the last years, which affects the Equity negatively. A budget is made due to my financial conclusions. The budget is used to estimate the future valuation of Torm.

The market value of Torm A/S was estimated to USD 2.4 bill which is the equivalent to a closing stock price of DKK 33.26. This means that the overall conclusion on this thesis is that the official closing stock price of Torm A/S is underestimated by 2.46 DKK, which I find is due to the fact of Torms investments made under the financial crisis.

1 Indledning

1.1 Introduktion

Den danske shippingflåde har igennem mange hundrede år været en af de førende skibsnationer i Danmark. Siden 1889 har Torm været en del af denne flåde, og har i størstedelen af årene klaret sig godt indenfor denne branche. Der har altid været et stort behov for at få fragtet vareprodukter fra en destination til en anden, en fragttype hvor skibene trods den teknologiske udvikling stadig er langt den bedste valgmulighed for længere distancer. Verdenshandelen i dag består af varer som fragtes jorden rundt. Der har derfor i mange år været særdeles gunstige forhold og indtjeningsmuligheder for en virksomhed som Torm, der lever af at fragte olie og tørlast råvarer til en given destination.

I 2007 begyndte finanskrisen at ramme i USA, og bredte sig senere til store dele af resten af verden. Finanskrisen medførte hårde opbremsninger i produktionsvirksomhederne, hvilket medførte til faldende efterspørgsel på råvarer. Finanskrisen var særligt hård ved shippingbranchen – hvor Torm også blev særdeles hårdt ramt. Torm gik fra et totalindkomstoverskud i 2008 på USD 313 mio. til i 2010 at have et underskud på USD 134 mio. – Dvs. en forskel fra 2008 til 2010 på ca. DKK 2,3 mia.
Men er dette fald fra overskud til underskud en indikation af, at det går dårligt for Torm? Eller kan underskuddet egentlig være en indikation af at Torm i finanskrisen har forsøgt at udnytte krisen til nedskæringer og effektiviseringer, så der fremtidigt kan forventes et højere overskudsniveau?
Torms ledelse udtrykker i årsregnskabet fra 2009 stor tiltro til, at virksomheden gennem deres stærke kapitalberedskab og gennem interne effektiviseringer, ved udgangen af finanskrisen vil stå bedre end ved indgangen.

Som værende aktionær i Torm og derfor stærkt engageret, har jeg valgt at skrive opgave om Torm, for at få indblik i hvorvidt Torm har de påkrævede kompetencer og ressourcer, til at komme stærkere ud af finanskrisen, end da de kom ind, samt for at undersøge hvor meget de makroøkonomiske faktorer påvirker virksomheden, så Torm måske i

virkeligheden har langt mindre indflydelse på driften af virksomheden end de giver udtryk for.

1.2 Problemformulering

På baggrund af de problemstillinger som let bliver beskrevet i introduktionen, synes jeg det kunne være interessant at opstille følgende problemformulering:

"Hvorledes har den finansielle krise påvirket Torms fremtidige strategiske muligheder, og afspejles disse strategiske muligheder i børsværdien for Torm?".

Denne problemformulering ønskes underbygget af 4 dybere analyser med dertil hørende underbyggende spørgsmål:

Strategisk analyse:

1) Hvilke makroøkonomiske faktorer har påvirkning på Torm og dennes fremtidige indtjeningsmuligheder?
2) Hvilke interne styrker og svagheder har Torm?
3) Hvilke muligheder og trusler er der i de konkurrenceprægede fragtsegmenter, som Torm sælger ydelser i?
4) Hvordan gør disse interne og eksterne muligheder og trusler Torm i stand til at opfylde deres ønskede fremtidige vision og mission?

Rentabilitetsanalyse:

5) Hvordan har Torms økonomiske udvikling været de seneste 5 år?
6) Har Torm udnyttet finanskrisen til at opnå fremtidige muligheder for øget indtjening i forhold til konkurrenterne Overseas Shipholding Group Inc. (på tankmarkedet) og Dampskibsselskabet Norden A/S (på tørlastmarkedet)?

Budgetteringsanalyse:

7) Vurderes Torms fremtidige omsætningsvækst og overskudsgrad, for en 10 årig periode, at have udgangspunkt i strategiske tiltag gjort under finanskrisen?
8) Hvordan vurderes mulighederne for at Torm efter finanskrisen kan præstere på samme niveau som inden finanskrisen?

Værdiansættelsesanalyse:

9) Hvad er den estimerede WACC værdi?
10) Hvad er værdien af D/S Torm udregnet ved DCF-modellen (FCFF) og residual indkomst modellen (RIDO)?
11) Afspejler Torms kursværdi virksomhedens estimerede værdiansættelse?

1.3 Metode og modelvalg

1.3.1 Teorivalg:

Min opgave er baseret på tilgængeligt litteratur og dokumentation – heriblandt artikler, børsmeddelelser, analyser fra brancheorganisationer, samt i særdeleshed Torms årsregnskaber fra 2006 til 2010. Disse data danner grundlag for mine analyser og dermed min besvarelse af problemformuleringen.

Mine indsamlede informationer om Torm er herefter bearbejdet ud fra den metode og de modeller, som er blevet benyttet under HD 2. del Regnskab og Revision. Jeg har valgt at opdele metode og modelvalg i de 4 forskellige opgaveanalyser, for at kunne give et bedre overblik over modellernes sammenhæng og analysens mål.

Strategisk analyse

Min strategiske analyse omfatter først en analyse af de makroøkonomiske omverdens faktorer (PESTEL). Herefter benyttes Michael Porters: "Porters Five Forces" model, som beskriver konkurrence intensiteten for tank- og tørlastmarkedet. Herefter laves en intern analyse af de kompetencer og ressourcer som Torm er i besiddelse af. De interne og eksterne muligheder og trusler opsummeres i en SWOT analyse, hvorpå der med udgangspunkt i Torms vision delkonkluderes på, hvorvidt Torms muligheder for opnåelse

af vision er tilstede. Herefter følger en bestemmelse af den generiske strategi ud fra modellen "Porters generiske strategi". Der afsluttes med en delkonklusion med udgangspunkt i problemformuleringen.

Rentabilitetsanalyse

Min rentabilitetsanalyse består af en reformulering af 5-års årsregnskaber fra 2006-2010 (vedhæftet som bilag). Fra reformuleringerne udregnes økonomiske nøgletal med udgangspunkt i den udvidede DuPont model. De finansielle nøgletal sammenlignes med de i problemformuleringen 2 udvalgte konkurrenter. Rentabilitetsanalysen afsluttes med en delkonklusion med udgangspunkt i problemformuleringen.

Budgetteringen

Budgetteringen tager udgangspunkt i en kombination af den strategiske analyse og rentabilitetsanalysen. Budgetteringen foretages med henblik på en 10 års periode, hvorefter terminalperioden efterfølger. Budgetteringsanalysen afsluttes med en delkonklusion med udgangspunkt i problemformuleringen.

Værdiansættelsen

Med udgangspunkt i de fremtidige budgetterede økonomiske nøgletal foretages en værdiansættelse af Torm ud fra de indirekte metoder DCF (Discounted Cash Flow) modellen og residual indkomst modellen. Værdianalysen afsluttes med en delkonklusion med udgangspunkt i problemformuleringen.

1.3.2 Emperivalg:

Den opstillede problemformulering er besvaret ved hjælp af selvindsamlet data. Det er forsøgt at medtage supplerende informationer af eksterne analyser og perspektiver mod Torms årsregnskaber, for at kunne opstille de forskelligartede scenarier/holdninger der opstår gennem opgaven. Det er derfor min holdning, at denne opgave i lige grad bygger på internt udarbejdede informationer fra Torm samt eksternt udarbejdede analyser fra eksterne kilder.

1.4 Afgrænsning

1.4.1 Tidsmæssig afgrænsning

Da Torms årsregnskab for 2010 først blev offentliggjort den 10. marts 2011 er store dele af den strategiske analyse baseret på tilgængelige informationer fra før den 10. marts 2011. Disse informationer er forsøgt underbygget af årsregnskabet for 2010, men ellers er informationerne beskrevet ud fra årsregnskabet 2009.

Optøjerne (borgerkrigene) i både Egypten og Libyen har stor indflydelse på olieprisen og for udbuddet/efterspørgslen efter olien. Der er derfor valgt en skæringsdato med ny information omkring 10. marts 2011.

1.4.2 Vidensmæssig afgrænsning

Torm indgår stadig i tonnageskatteloven, og har derfor andre skatteregler end andre virksomheder i Danmark. Pga. manglende viden og indsigt i tonnageskattelovens regler kontra dansk skattelovgivning har jeg i min opgave valgt at afgrænse mig fra tonnageskattelovens regler i mine reformuleringer og regnskabsanalyser.
Tonnageskatteloven er dog stadig nævnt som en makroøkonomisk lovgivningsmæssig faktor, da det vurderes at tonnageskatteloven danner grundlag for, at Torm har mulighed for at være konkurrencedygtig i forhold til virksomheder fra andre lande.

1.4.3 Øvrig afgrænsning

Torms omsætning bliver genereret af nogle forskellige forretningssegmenter, primært fragt ved tankskibe, fragt ved tørlastskibe, samt køb og salg af skibe. Jeg har valgt, at min opgave skal have udgangspunkt i fragt ved tankskibe, da dette segment genererer 83% af omsætningen, samt i mindre grad udgangspunkt i tørlasthandlen. Køb og salg af skibe beskrives kun i opgaven som faktorregulerende for udbud/efterspørgsel af fragt, men kommenteres kun kort i den dybere finansielle analyse af Torm.
Jeg har i min opgave valgt at afgrænse mig fra evt. betydelige forskelle der kunne have været i regnskabspraksis for Torms årsregnskaber. Baseret på en tidligere studenteropgave fra 2010 omkring Torm, blev det vurderet, at der ikke havde indfundet sig væsentlige nye regnskabspraksis, hvilket også er min vurdering af regnskabet fra

2010. Kommentering af dette punkt er derfor ikke medtaget i opgaven. Pga. manglende informationer til i regnskabsanalysen at kunne udregne overskudsgraden på tank og tørlast segmentet har jeg valgt, at erstatte dette nøgletal med en "EBITDA grad" for tank og tørlast området.
Pga. manglende regnskabsinformationer omkring de 2 valgte konkurrenter, er deres nøgletal ikke baseret på reformulerede resultater. Dette gør, at man bør tage ekstra forbehold for sammenligningerne med Torm.

1.5 Torm beskrivelse

Torm blev grundlagt i 1889 af kaptajn Ditlev E. Torm og Christian Schmiegelow. I dag er Torm en verdensomspændende virksomhed med hovedkvarter i Hellerup. Torm lever af at fragte tankprodukter og tørlastprodukter med skibe til hele verden. Torm blev i 1905 børsnoteret på OMX i København, hvilket virksomheden stadig er i dag. Derudover er Torm også registreret på den amerikanske børs NASDAQ.

Torm har 5 landekontorer med geografisk beliggenhed i Danmark, Indien, Filippinerne, Singapore og Stamford USA. Torm var grundlægger for deres "Pool Partner Concept", hvilket er en gruppe af fragt virksomheder, som ligesom Torm fragter tankprodukter. Fordelen ved at være medlem af denne gruppe er, at den medbringer stordriftsfordele samt et stort kundeudbud. Torm består som nævnt af 2 divisioner, tørlastdivisionen og tankdivisionen.

Torm bliver ledet af den administrerende direktør Jacob Meldgaard. Jacob Meldgaard tiltrådte i 2009 hos Torm, efter at have været ansat 11 år i rederiet Norden A/S, med ansvar for deres tørlastområde. Rederiet Norden A/S er i dag en af Torms store konkurrenter på tørlastmarkedet.

Formanden for Torm er Niels Erik Nielsen. Han har været bestyrelsesmedlem siden år 2000 og bestyrelsesformand siden år 2002.

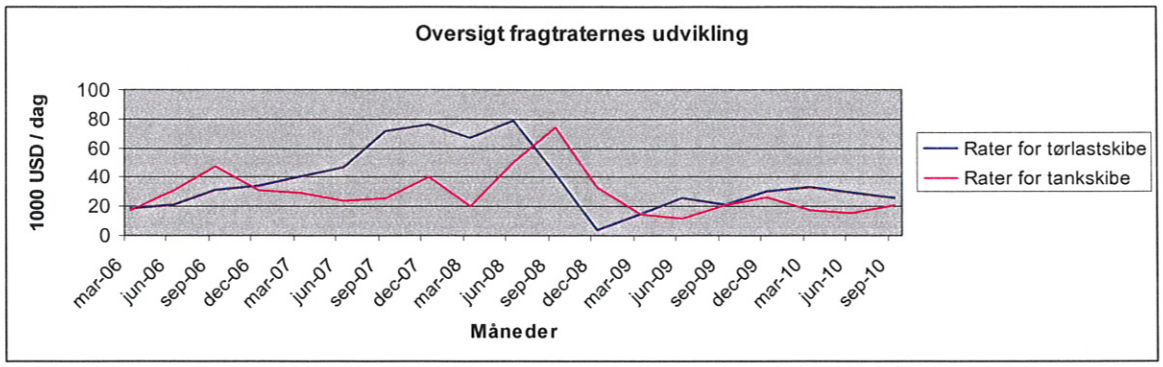
32,2% af Torms aktier er ejet af virksomheden Beltest Shipping Company Ltd., 20% af Torms aktier er ejet af virksomheden Menfield Navigation Company Ltd.. Gabriel Panayotides er far til ejeren af Beltest Shipping Company Ltd. og svoger til ejeren af Menfield Navigation Company Ltd., derudover er han selv ejer og direktør af virksomheden Excel Maritime. Excel Maritime er en fragtvirksomhed der fragter tørlastprodukter og derfor en direkte konkurrent til Torm på tørlastområdet.

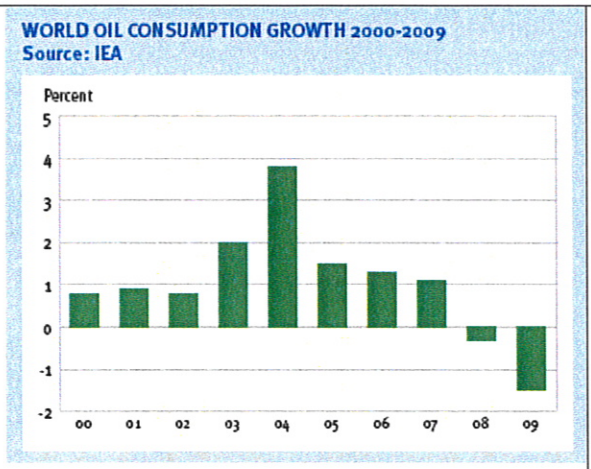
Torms vision er: "At være den ledende, mest profitable spiller på vores kerneområde gennem kvaliteten i vores medarbejdere, skibe og rutiner".
Torms mission er: "At forene verden gennem sikkert, ansvarsfuldt og effektivt søtransport".

Torm havde ved udgangen af 2010 72 selvejede skibe. Heraf var 2 skibe til tørlasttransport og 70 til transport af tankprodukter.

1.6 Finanskrisen

I 2007 blev verden ramt af endnu en global finanskrise. Krisen startede i USA 2007 og spredte sig siden til resten af verden. Den store globalisering har medført, at finanskriser rammer verdenshandelen hårdere end nogensinde før. Dette gælder også for salg og fragt af råvarer. Som vi kan se på nedenstående grafer for tank og tørlastmarkedet, påvirkede finanskrisen Torms segmenter hårdt. Fragtraterne, som er den rate som virksomhederne kan opnå som indtjening pr. dag, kunne man fra 2008 til 2009 se falde fra en dagspris på 79.000 USD til en dagspris på omkring 4.000 USD. Da det er fragtraterne der derfor er styrende for virksomhedens omsætning, er det naturligt at tank- og tørlastfragt området blev hårdt ramt af krisen. Efterfølgende ser man fra start 2009 hvordan de lave fragtrater bliver mere kontinuerlige, og fortsat er lave gennem 2010.





Den samlede vækst i verden af olie forbrug viste ligeledes tegn på krise. Væksten blev negativ i 2008, som derfor minimerede udbuddet af oliefragt. Efterspørgslen fra fragtfirmaerne på tankmarkedet var i høj grad den samme, men den skabte en overefterspørgsel der gjorde at flere virksomheder ikke kunne fylde deres ordrebøger, hvilket i høj grad var medvirkende til de faldende fragtrater.

Selvom finanskrisen vil have sin påvirkning på Torm såvel som på resten af branchen, er der stadig mange virksomheder der udnytter krisen til fremtidigt at kunne stå stærkest når krisen er ovre. Torm nævner selv i årsrapporten for 2009, 3 hovedemner som man ser som værende grundlag for, at Torm fremtidigt kan være omkostningsførende.

1) Greater Efficiency Power – Torm vil igangsætte effektiviseringer af skibenes driftsomkostninger og administrationsomkostninger. Dette skulle kunne minimere 15% af omkostningerne pr. skib og 20% af administrationsomkostningerne ift. 2008.
2) Torm vil udnytte de skalafordele de har ved deres pool samarbejde med andre fragtudbydere. Ved bedre udnyttelse af flådekapacitet, øget markedsindsigt og

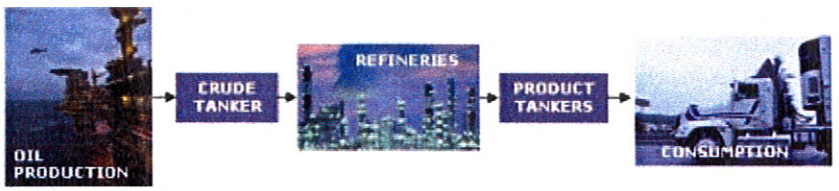
stordriftsfordele, vil dette ifølge Torm komme til udtryk i højere indtjening for Torms produkttankskibe end gennemsnittet på markedet.

3) Torms finansielle strategi bygger på at have et kapitalberedskab, så selskabet er "positioneret til at håndtere såvel en længere økonomisk afmatning, som til at udnytte attraktive investeringsmuligheder på produkttankskibsmarkedet" [1].

1.7 Analyse af de 2 brancher

1.7.1 Tankskibsmarkedet

Tankskibsmarkedet er kompliceret. Der fragtes produkter i store mængder og i flydende form eller gas, og der findes forskellige markeder, med hver deres skibstype. De store skibe tager de lange ture, så omkostningerne ved lastning er mindst.



Kilde: Maersk Tankers hjemmeside

Af ovenstående billede kan man se værdikæden fra olie produktionen til den afsluttende lastbilsfragt til slutkunden. Torm fragter den behandlede olie fra olieraffinaderierne til en havn, hvorfra olien bliver lastet på biler. Produkttankskibe er bygget til at fragte raffinerede produkter fra olieraffinaderierne til andre raffinaderier eller til køberen/brugeren. Det er vigtigt for skibene, at de hurtigt kan rengøres og dermed tilpasse sig efterspørgslen på fragt af de produkter der efterspørges fragtet. For at sikre kunden et så rent og vedligeholdt produkt fragtet som muligt, er produkttankskibene beskyttede eller coatede[2]. Produkttankskibene kan inddeles i følgende kategorier: LR2, LR1 og MR – som definerer fragtafstanden (Long Range 2 er den længste afstand). De største skibe sejler på de største ruter for at minimere antallet af tabte sejltimer ved lastning.

[1] Torms årsrapport side 29
[2] Coating er beskyttelse mod korrosion fra de raffinerede produkter. Derudover letter det rengøringen af tankene.

Tankmarkedet er ikke steget så meget ift. F.eks. tørlastmarkedet. Ifølge Danmarks Rederiforening pr. november 2010[3], har den årlige ændring i procent af handel med olielaster i gennemsnit været + 2,7% fra 1996 til 2009, med et fald i 2009 på -3% grundet den finansielle krise. Tankmarkedet indeholder mange mindre udbydere, men med nogle relativt store virksomheder indenfor mindre segmenter i branchen. Torm og Maersk Tankers er blandt de største danske. Torm ejede pr. 31/12 2010 70 produkttankskibe. Behovet for fragt af olie og gas vil fremtidigt være tilstede, dog med et fremtidigt forventet fald grundet den finansielle krise, samt virksomhedernes øgede miljøbevidste strategitiltag.

1.7.2 Tørlastdivision

Tørlastmarkedet består af handel med tørlastprodukter. De produkter der oftest fragtes er kul, koks, korn, stål og jernmalm. Skibene som bruges som tørlastskibe, betegnes også bulkskibe[4]. De 2 største hovedruter for tørlastfragt (dog målt for capesize bulks som er en større skibstype end Torms Panamax type) er Australien-Asien og Latinamerika-Asien. Til sammen udgør disse 2 ruter 56%[5] af den samlede tørlastfragt i verden. Særligt Australien-Asien må fremhæves som en af de væsentligste fragtruter for Torm, da den australske kulsektor betegnes som en af de største kunder inden for fragt af tørlast, og Kina er en af de største aftagere af kul og jernmalm. Torm har pr. 30-09-2010 2 selvejede tørlastskibe. Typen er Panamax, som er den næststørste type af tørlastskibe med en TDW[6] størrelse af 75.000. Derudover havde Torm pr 30-09-2010 indchartret 11 tørlastskibe på timecharter[7]. Det generelle marked indenfor fragt af tørlast er meget diversificeret, da hvert skib ofte har en længerevarende fragttype. F.eks. kunne fragt fra Australien til Kina af kul medføre, at fragtskibet efter aflast i Kina, sætter kurs med tomt skib til f.eks. Australien for at hente ny last, i stedet for at medtage ny last af nyt produkt fra Kina til Australien. Hovedårsagen er at omstillings og rengøringsomkostningerne for en ny produkttype tager tid og koster mange penge. Der vil selvfølgelig være mulighed for at medtage varer, som ikke kræver de store omstillings og rengøringsomkostninger,

[3] Kilde - Shipowners.dk, Skibsfarten i tal November 2010
[4] Bulkskibe er skibe specielt indrettet til transport af massegods, f.eks. kul og korn.
[5] Kilde - Shipowners.dk, Skibsfarten i tal November 2010
[6] Ton Dead Weight angiver skibets evne til at medtage last, dvs. maksimal ladning i max tilstand.
[7] Timecharter er når et rederi lejer eller udlejer et skib komplet med mandskab for en aftalt tidsperiode.

dette udgør en stor mulighed for fragtselskaberne for at optimere deres indtjening pr. skib. Blandt de største danske rederier indenfor tørlastfragt er Norden, Lauritzen og Torm. Tørlastmarkedet har fra 1996 – 2009 haft en årlig pct. Stigning på 4,8%[8], hvilket betyder, at der i 2009 bliver fragtet næsten dobbelt så meget som i 1996, hvilket indebærer at der i 2009 blev fragtet 2.027 millioner tons tørlastfragt i verden. Af den totale fragt af tørlast udgjorde fragt af jernmalm, kul og korn 96%. Tørlastbranchen er utrolig afhængig af charterraterne[9] på tørlastskibe, da disse indikerer indtjeningsmuligheden pr. dag pr. enkeltrejse i USD. Til sammenligning var den gennemsnitlige charterrate i 2009 20.000 USD/dag mod et i 2010 (periode Jan-Sep 10) gennemsnit på 28.000 USD/dag[10]. Stigningen i charterraterne viser, at de makroøkonomiske konjunkturers betydning for prissætningen er enorm, og vil blive diskuteret yderligere i analysen af de makroøkonomiske muligheder/trusler for Torm.

2 Strategisk analyse

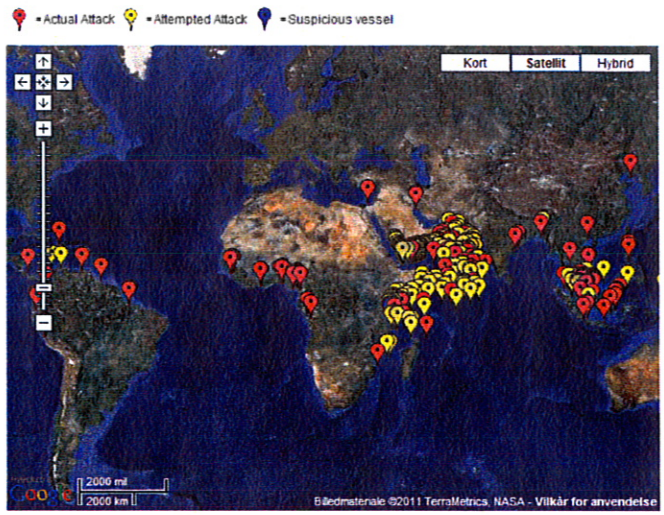
2.1 PESTEL analyse

2.1.1 Politiske faktorer

Pirateri

Pirateri er et stigende problem for fragtselskaberne, da piraterne opererer på nogle af de vigtigste handelsstræder i verden. Af kortet nedenfor kan man se, at især Suez kanalen og området omkring Somalia er ekstremt plaget af pirateri. Kortet viser de steder hvor der har været angreb, forsøgt angreb og hvor der er mistænkelige både.

[8] Kilde - Shipowners.dk, Skibsfarten i tal November 2010
[9] Charterrater er udtryk for prissætningen ved udbud og efterspørgsel og angiver indtjeningen pr. dag ved enkeltrejser i USD.
[10] Kilde - Shipowners.dk, Skibsfarten i tal November 2010



Kilde www.icc-ccs.org pr. 31/1 2011

Der krydser dagligt omkring 50 skibe gennem området for at komme til Suez kanalen og igennem. På verdensplan betyder det at ca. 40% af verdensudbuddet af skibe passerer gennem passager med høj risiko for piratangreb[11]. Piraternes udstyr er efterhånden så godt, så selv en afstand på 800 km fra Afrikas kyst er ekstremt faretruet. Estimerede opgørelser viser at det koster global økonomi 7-12 milliarder dollars om året at have pirater. Årsagen til at pirateri udfor bl.a. Somalia er så stort et problem er, at manglen på regeringskontrol i Somalia har givet piraterne immunitet mod både arrestation og retsforfølgelse. Der er sendt store flåder af krigsskibe til området som patruljerer og skaber tryghed for transportskibene, men de kommer aldrig problemet til livs, da tilfangetagne pirater løslades i Somalia og hurtigt kan skaffe nye våben og skibe. I 2010 blev der globalt rapporteret 445 angreb fra pirater, hvilket er en stigning på 10% i forhold til 2009. 1181 skibsarbejdere blev globalt set taget til gidsler i 2010, hvilket er en stigning med 131 arbejdere mod 2009 tallet. Tendensen af pirateri og kapringer er altså en stigende trussel mod rederierne. Samtidig er udgiften til enten forsikring eller udbetaling af løsepenge steget. I 2010 var en gennemsnitlig udbetaling af løsepenge pr. kapring 5,4 millioner dollars[12]. Det samlede udbetalte beløb i 2010 vurderes at være 238 millioner dollars i løsepenge, fordelt på 44 kapringer.

Udover forsikring og evt. løsepenge udbetalinger, skal skibsrederen samtidig betale charterhyre på det tilfangetagne skib og dets mandskab. Skibe der holdes kapret koster ca.

[11] Kilde - BIMCO.org

[12] http://oceansbeyondpiracy.org/documents/The_Economic_Cost_of_Piracy_Presentation.pdf.

3 millioner dollars i charterhyre for 2 måneder, og en gennemsnitlig forhandlingstid er 4-5 måneder pr. kapring.

Politisk vurderes det, at der fremtidigt vil være større fokus på en mere gennemtrængende løsning af pirateriproblemet, men pga. juridiske problemstillinger om hvor og hvornår retsforfølgelse af pirater kan ske, kan en politisk løsning af problemet have lange usigter[13]. En løsning kunne være at sejle sydom Afrika, men de økonomiske konsekvenser af dette ville være store da det tager mellem 6-7 dage længere at sejle fra Europa til Asien syd om Afrika. Ifølge Maersk ville det dog være muligt at spare 600.000 dollars i afgift på ikke at sejle gennem Suezkanalen[14].

Torm nævner selv at pirateri er en katastrofe for verdenshandlen, og Torm vil støtte en samlet international aktion hvis denne kan samles. Der forventes dog ikke aktioner i den nærmeste fremtid. Torm havde i 2010 2 skibe der blev udsat for angreb.

Russisk forbud mod eksport af korn

På grund af de omfattende skovbrande og den voldsomme tørke har Ruslands høst i 2010 været væsentlig lavere end et gennemsnits år. Som konsekvens af dette har Rusland pr. august 2010 forbudt eksport af korn for en foreløbig periode til nytår ultimo 2010. Torm bliver ikke direkte ramt af dette forbud, da den ikke er en væsentlig del af Torms indtjeningskilde. Til gengæld bliver der spået en stor mulighed for fremtidig indtjening, da Ruslands eksport stop betyder større eksport af hvede fra bl.a. Nordamerika. De asiatiske lande importerer normalt korn fra Rusland, men kan nu blive tvunget til at importere fra Nordamerika[15]. Ifølge Torms 3. kvartalsregnskab er det russiske forbud ikke noget der påvirker antallet af Torms fragtture, derimod har nyheden om Ruslands eksport hævet raterne, da eksportstoppet medfører højere ton-mile[16] tal.

[13] http://www.maritimedanmark.dk/?Id=9846
[14] http://www.business.dk/transport/maersk-line-sparer-millioner-paa-ny-rute
[15] http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/188382/d-s_norden_russisk_forbud_kan_blive_en_fordel.html
[16] Ton Mile udregnes ved at gange antallet af tons med distancen hvortil lasten skal fragtes.

2.1.2 Økonomiske faktorer

Forventet efterspørgsel på tørlast

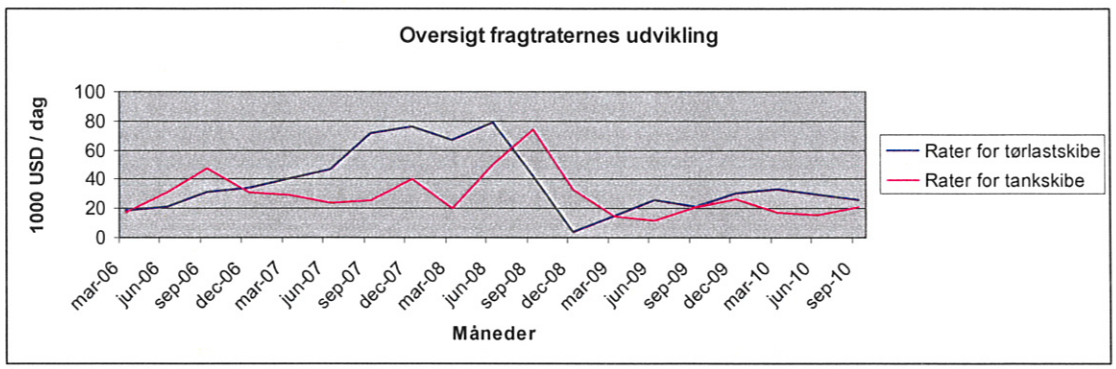
På tørlastmarkedet spås Kina til at være den dominerende faktor. Især inden for fragt af jernmalm er Kina den vigtigste importør. Kina modtog i 2010 omkring 90%[17] af den totale eksport af jernmalm. Den forventede mængde eksporteret jernmalm til Kina i 2011 udgør således 1,04 milliarder tons[18] - svarende til en stigning på 7%. I 2010 bremsede Kina ellers væksten for at undgå overophedning af den kinesiske økonomi, men Kinas generelle efterspørgsel på tørlast for 2011 spås alligevel at vokse 7%, mod en stigning på 9% i 2010[19].

Denne fremtidsprognose for 2011 har fået mange fragtfirmaer til igen at turde investere i nye skibe, dette på trods af at der pr. 01. juli 2010 var nybygningsordrer på 3.018 nye bulkcarriers. Ifølge BIMCO vil leveringerne af nye bulkcarriers i 2011 udgøre 14 % i forhold til den nuværende flåde. BIMCO vurderer dog, at balancen på dette segment mellem udbud og efterspørgsel er, at der stadig er efterspørgsel efter fragt trods de nye skibsleveringer. Alt afhænger dog af Kinas fortsatte efterspørgsel.

Fragtrater

Fragtraterne på fragtmarkederne er den rate som virksomhederne kan opnå som indtjening pr. dag. Fragtraterne jf. Nedenstående figur, er udregnet på de forskellige skibstyper, tørlastraterne er for skibstypen Panamax som Torm primært bruger, raterne for tankskibe er for skibstypen LR2 som er en del af Torms produkttankskibsflåde.

[17] http://www.thehindubusinessline.in/2010/07/15/stories/2010071553690100.htm
[18] http://ore.metalfirst.com/subsites/news_detail.php?id=4251
[19] http://www.micportal.com/index.php?option=com_content&view=article&id=4974:the-shipping-market-in-2010-end-expectations-in-2011&catid=22:shipping-market&Itemid=33



"Fragtraters udvikling", datakilde Shipowners Statistik November 2010, Egen tilvirkning

Som man kan se af figur 1 falder fragtraten for tørlastskibe i perioden juni 2008 til december 2008 fra 79 til 4. Dvs. over en periode på et halvt år falder dagsprisen med 75.000 USD. Det er et fald i indtjeningen som i mange brancher ville betyde døden for en virksomhed, og påvirkede i høj grad firmaerne i markedet. Ligeledes kan vi se at fragtraterne for produkttankskibene i perioden september 2008 til marts 2009 faldt fra 74 til 15, dvs. et fald på 59.000 USD om dagen. Faldet i fragtraterne skyldes forholdet mellem udbud og efterspørgsel på fragtmarkedet, da konkurrencesituationen på dette marked må karakteriseres som "tæt på" fuldkommen konkurrence, men som monopolistisk konkurrence. Faldene på fragtpriserne i begge segmenter var et klart signal om global afmatning og større finansiel krise. I samme periode, juli 2008 til januar 2009, falder olieprisen pr. tønde fra USD 140 til USD 40[20]. Den faldende forventede efterspørgsel på olie ses direkte i prisfaldet på olie, hvilket påvirkede Torm yderligere, da efterspørgslen på deres fragt ligeledes faldt drastisk. For at kunne vurdere de fremtidige fragtrater for Torm, må vi definere hvilke faktorer der bestemmer udbuddet og efterspørgslen på fragtmarkedet for produkttankere:

Udbud / Efterspørgsel for produkttankere:

Efterspørgslen for produkttankere vil ofte være en funktion af 2 ting:

1) Den totale udbudte og efterspurgte mængde af olie som skal transporteres via produkttankskibe.

[20] Kilde: http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigt_2010_1_kvartal/

2) Afstanden fra de lande hvor olien eksporteres fra/til de lande der ønsker at importere olien.

Noget af efterspørgslen efter at få fragtet olie via tankere kan blive minimeret, ved at importøren vælger en "indenrigs" leverandør, men ofte vil priserne for at få fragtet olie fra f.eks. Mellemøsten være lavere end olie købt indenrigs. Den globale økonomis situation er vigtig for efterspørgslen af olie. Hvis der er højkonjunkturer vil efterspørgslen efter olie automatisk stige, da olie er en nødvendighed for at opretholde produktionen og samfundet på det niveau vi ønsker det. Derudover er olie et produkt der er svært at substituere. Især udviklingslande kan spille en væsentlig rolle i efterspørgslen på olie, da middel klasse borgerne i samfundet vil opgradere deres transportmiddel til bil, som kræver benzin.

Jo længere afstanden hvor olien skal transporteres fra, og hvor den skal modtages er, jo større antal af skibe vil ønske at servicere efterspørgslen. Største delen af kendte olie reserver er placeret i områder langt fra de storforbrugende landeområder, som i høj grad sikrer efterspørgslen efter olietankskibe. Afstanden fra afsender til modtager af olieprodukterne bestemmes af hvilken søvej der benyttes, og distributionsmåden der vælges. Søvejene kan i høj grad påvirkes af politiske eller miljømæssige begivenheder, f.eks. krige eller vejrmæssige forhindringer. Vi har set hvordan borgerkrige i Egypten og senere i Libyen har påvirket oliepriserne, fordi den globale verden frygter, at mængden af udbudt olie vil falde, og derfor stiger priserne. Uroligheder i Afrika forventes at vare over en længere periode, da revolutionen synes at brede sig. Derfor forventes oliepriserne for 2011 at være højere end i 2010.

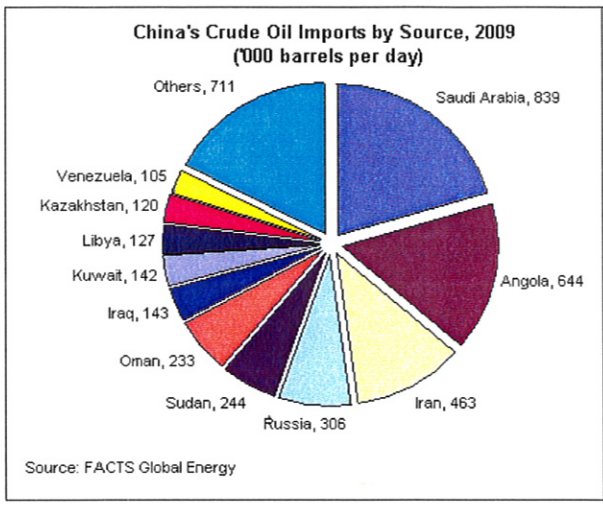
Historisk set har niveauet af olieeksporten fra Mellemøsten haft en kæmpe påvirkning på tankmarkedet, på grund af den relativt lange afstand fra eksportøren til importøren. I de seneste par år har de voksende økonomier i Asien (her primært Kina) øget, men også diversificeret deres import af olie, hvilket har resulteret i at leverandører af olie omkring Canada nu også eksporterer til Kina.

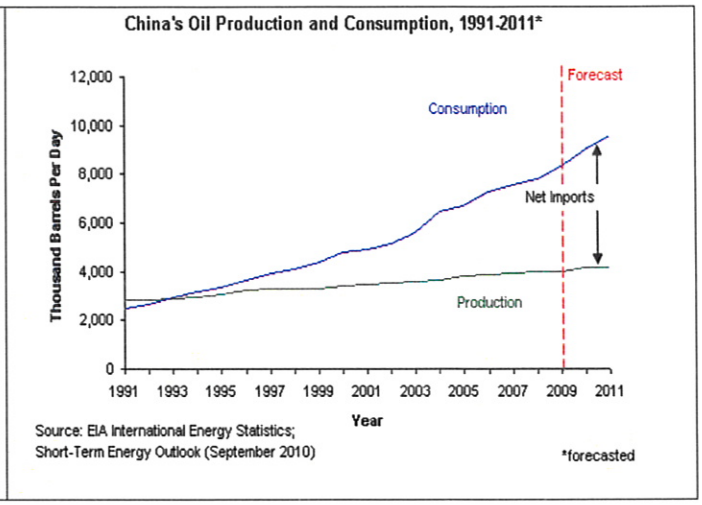
Politisk begynder nationerne nu så småt at forberede sig til tiden hvor olieenergikilder bliver knappe, priserne på energikilder stiger og det faktum, at mangel på olie sætter nationens sikkerhed og tryghed overstyr. En stor del af forberedelsen går allerede nu på at satse på fremtidig grøn energi. En fremtidig indikation af efterspørgslen på olie samt afstanden af transport, kan derfor estimeres ud fra landets egen mulighed for at øge olieproduktionen, samt mulighederne for at sikre sig olie indenfor kort fragtafstand.

Den største olieimportør i 2009 var USA med 9,6 millioner tønder af olie importeret pr. dag. USA producerer selv omkring 8 millioner tønder af olie pr. dag. Top 5 eksportørerne til USA er Canada, Mexico, Saudi Arabien, Venezuela og Nigeria. Ifølge geologiske analyser har USA pr. 2010 19,12 milliarder tønder olie i oliereserver[21]. Med en egen produktion på 8 millioner tønder om dagen vil USA have brugt sine oliereserver om 6,5 år. Der må dermed forventes fremtidig stigende import af olie. Canada regnes for at have de næst største olie reserver i verden, næst efter Saudi Arabien. Fremtidig øget import til USA fra Canada vil distancemæssigt ikke have den store indtjening for virksomheder som Torm, men der vil trods alt være store fremtidige muligheder.

Efter USA er Kina den største importør af olie. I 2009 importerede Kina 4,3 millioner tønder af olie pr. dag. Kina forbrugte i 2009 8,3 millioner tønder olie pr. dag, hvor de 4 millioner var af egen produktion. Kina har pr. 2010 en forventet oliereserve på 20,35 milliarder tønder[22], hvilket vil kunne sikre Kina ved samme produktionsmængde, de næste 14 år. Da Kina langt fra kan nøjes med egen produktion af olie, er det vigtigt at de sikrer sig olie fra andre kilder. Som det kan ses af nedenstående figur, importerer Kina ca. 50% af sin olie fra mellemøstlige lande, ca. 30% fra afrikanske land og ca. 20% fra andre lande[23]. Da Kina jf. Nedenstående figur til højre pr. 2009 har en "begrænset" produktion af egen olie, vil der fremtidigt være et stort grundlag for olieimporter fra lande med stor distance til Kina, og derfor et fremtidigt stort grundlag for olietransport.

[21] http://www.indexmundi.com/united_states/oil_proved_reserves.html
[22] http://www.indexmundi.com/china/oil_proved_reserves.html
[23] http://www.eia.doe.gov/cabs/China/Oil.html





Forventningerne for 2011 og fremad er ifølge IMF et lille fald i vækst % i de udviklede landes økonomi. Årsagen er, at de udviklede landes stimuleringspakker (investeringer) i 2011 begynder at blive udfaset. Det var ventet at de investeringer i samfundet ville skabe jobsikkerhed og dermed minimere borgernes opsparing og igangsætte et forbrug, så efterspørgslen efter produktion ville stige. Processen er i mange lande startet, men spås at tage længere tid end beregnet. Finanskrisen har virket hårdere på borgere, som stadig frygter nedskæringer og faldende boligpriser. Så det estimeres, at forbruget vil stige i 2011, men langsommere end forventet. IMF spår at væksten falder fra 2,7 % i 2010 til 2,2 % I 2011. I udviklingslandene spår IMF et fald i vækst fra 7,1 o 2010 til 6,4 i 2011.
Et af lyspunkterne for 2011 er, at Asien ser ud til at have klaret sig godt igennem den økonomiske krise, så her vil produktions væksten stige markant hurtigere end i USA og Europa. Der er derfor store muligheder for Torm i at pleje Asiens efterspørgsel på produktionsråvarer og derfor også olie. Vi ved, at Kinas efterspørgsel efter råolie også vil stige i 2011, men Kinas øgede efterspørgsel vil ikke kunne opveje USA og Europas lavere forbrug. Ser vi længere ud end 2011 vil væksten i USA og Europa starte igen og styrke efterspørgslen på olie. Det er højst usandsynligt, at den kinesiske efterspørgsel til den tid er faldende. Om fragtraterne til den tid er steget afhænger i høj grad af flådens størrelse til at opfylde efterspørgslen.

Udbud af olie

En stigning i udbuddet af tankskibe vil normalt have en negativ effekt på fragtraterne. Udbuddet af tankskibe reguleres ved følgende 2 ting:

1) Salg og levering af nye skibe til flåden.
2) Afsendelse af skibe til ophugning eller udbytning til andre skibstyper.

Niveauet for ordre på nye tankskibe kan primært ses som en funktion af priserne på nybygning af tankskibe kontra priserne for timecharter (lejeomkostninger). Den tilgængelige kapacitet hos skibsværfterne og muligheden/prisen for nybygninger, spiller også en rolle for salg/levering af nye skibe til flåden.
Niveauet for ophugning er ofte en økonomisk beslutning omkring fremtiden, med overvejelser omkring nuværende skrot priser kontra fremtidige timecharteromkostninger og drifts og reparationsomkostninger.
Den sidste ting der vil påvirke antallet af skibe er tilpasningstiden til et marked i fuldkommen konkurrence. Når tilpasningstiden til et marked er tiden for at købe og få leveret et skib, kan der på leveringstidspunktet være sket en ændring i forholdet mellem udbud og efterspørgsel, som påvirker at den store efterspørgsel efter tankskibe der var ved indsendelsen af ordre på nyt tankskib, med tiden er blevet udlignet og køberen derfor ved levering af det nye skib oplever en lavere efterspørgsel end forventet (kaldet "the cobweb theory"[24]).

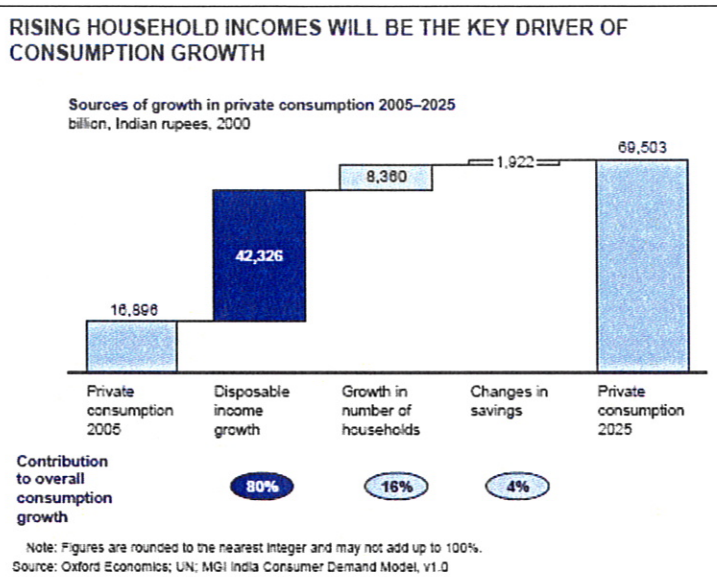
Et af de hovedpunkter der i 2011 kommer til at afgøre Torms indtægter er fragtraterne. Vi ved, at der pr. 01-07-2010 var nybygningsordrer på 1.774 nye tankskibe[25]. Ifølge BIMCO betyder det for tankskibsmarkedet, at der bliver leveret 8% nye tankskibe i 2011 i forhold til den nuværende flåde. BIMCO mener ligeledes, at de største skibe er dem med højst % fyldte ordre i ordrebogen. Så på trods af en spået kommende vækststigning og derfor stigende efterspørgsel forudser BIMCO, at rederiernes fremtidige største udfordring bliver et for højt udbud af skibe.

[24] en.wikipedia.org/wiki/**Cobweb**_model
[25] Kilde: Shipowners Statistik November 2010

2.1.3 Sociokulturelle faktorer

Populations tilvækst i Indien

Indiens befolkningsvækst vil ifølge U.S. Census Bureau stige fra knap 1,2 mia.[26]. i 2011 med 1,3% pr. år frem til 2015. Dvs. en stigning frem til 2015 på knap 63 mio. Ifølge McKinseys markedsrapport om Indien fra 2005, vil den gennemsnitlige private indkomst i 2025 været steget med over 400% (Se figur til højre).



Kilde: http://www.mckinsey.com/ [27]

Indien importerede i 2009 2,2 mio. tønder pr. dag, og havde en egen produktion på 0,8 mio. tønder pr. dag[28]. Holder vi olieforbruget oppe mod befolkningstallet får vi et forbrug pr. indbygger på 0,0025 tønde pr. dag. Udregner vi på samme måde forbruget pr. indbygger i Kina får vi 0,0062 tønde pr. dag. Estimerer vi, at Indien i fremtiden rammer samme forbrugsniveau pr. indbygger som i Kina, vil dette betyde en øget **stigning** i Indiens import på 4,3 mio. tønder om dagen, svarende til Kinas totale olieimport. Der er selvfølgelig mange andre faktorer der påvirker forbruget af olie end det privates efterspørgsel, f.eks. det offentlige forbrug, derfor er der mange usikkerheder mht. min estimering, men faktum er, at der fremtidigt vil komme et kæmpe stigende forbrug af olie i Indien, som er en kæmpe mulighed for tankskibsmarkedet, og dermed en mulighed for Torm.

[26] http://www.census.gov/ipc/www/idb/
[27] www.mckinsey.com/mgi/reports/pdfs/india_consumer_market/MGI_india_consumer_chapter_2.pdf
[28] http://www.eia.doe.gov/cabs/India/Oil.html

2.1.4 Lovgivnings faktorer

Tonnageskatteloven

Torm har i 2001 valgt at blive beskattet efter tonnageskatteloven. "Ordningen betyder, at rederiernes normale skattepligtige indkomst erstattes af en fiktivt beregnet indkomst på basis af rederiernes tonnage"[29]. Dette betyder for virksomheden, at der betales tonnageskat uanset om virksomheden har underskud eller overskud. Ordningen er lavet for at skabe lige konkurrenceforhold mellem de internationale skibsfragt selskaber. Når virksomheden vælger at blive beskattet efter tonnageskatteloven binder virksomheden sig for 10 år af gangen. Som skrevet i min afgrænsning vil jeg ikke undersøge hvorvidt Torms valg af beskatning efter tonnageskatteloven har været en fordel eller ulempe, men naivt argumentere med, at ordningen må være fordelagtig, når man laver en lovgivning som denne. Det har derfor betydning for Torms skattebetaling om tonnageskatteloven fremtidigt vil være fordelagtig, så man kan holde et konkurrenceniveau med sine konkurrenter. Da tonnageskatteloven også er gældende i Holland, Storbritannien og Tyskland, må sandsynligheden for en selvstændig dansk regulering af tonnageskatteloven ses som næsten usandsynlig.

Rammevilkår

DIS-skatteordningen[30] danner mulighed for, at danske rederier kan gøre deres bemandingsomkostninger mere konkurrencedygtige, ved at undtage deres søfarers løn for skat. Dermed kan der udbetales nettoløn til de søfarende, og rederiet kan holde internationalt konkurrenceniveau[31]. Skatteordningen betyder for de danske rederier, at de kan hyre danske søfarere til en konkurrencedygtig pris. Problematikken med skatteordningen kan være hvis der gives skattelettelser eller skatterne øges hos de danske borgere, hvordan reguleringen fremtidigt vil ramme de danske søfarere.

[29] http://www.shipowners.dk/politik/skibsfartspolitik/erhvervspolitik/
[30] Dansk Internationalt Skibsregister
[31] http://www.sofartsstyrelsen.dk/skibsfartspolitik/Sider/OkonomiskeRammevilkar.aspx

2.1.5 Miljø faktorer

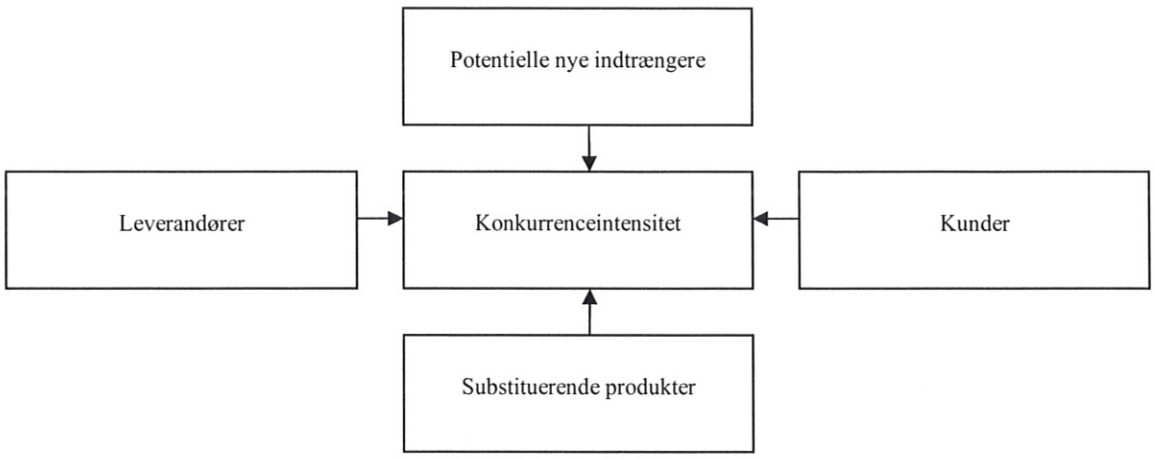
Miljømæssige ændringer forårsager naturkatastrofer

Miljømæssige ændringer spås fremtidigt at skabe flere ustabile ændringer i naturens opførsel. Som eksempel kan nævnes oversvømmelsen i Australien, som ifølge kilder[32] har lammet den australske kulsektor. Australien er en af de største eksportører af kul til Asien, og den manglende eksport af kul påvirker derfor efterspørgslen på kul, hvilket i januar 2011 resulterede i et stort fald i fragtraterne for tørlast. De fremtidige miljømæssige ændringer som vil skyldes den globale opvarmning[33], forventes at ville forårsage stigende regn og nedsmeltning af indlandsisen, som vil forårsage et højere fremtidigt niveau af oversvømmelser, end vi har set indtil nu. For Torm er dette en risikofaktor som ved værste scenarier kan ramme shipping branchen ekstremt hårdt, da driftstabene for tankere ved at ligge stille er store.

Også i Japan så vi i 2011 en tsunami henlægge al transport til/fra de store japanske havne. Havne har generelt større risiko for at blive ramt, da de miljømæssige katastrofer ofte skaber oversvømmelser langs kysterne, hvor havnene ofte bliver medtaget.

[32] http://www.business.dk/transport/australske-oversvoemmelser-rammer-rederier
[33] http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/1708/1/Projekt_rapport.pdf

2.2 Porters 5 Forces



Kilde: Egen tilvirkning af figur

2.2.1 Definition af branchen

Branchen for shippingydelser indenfor både tank og tørlastsegmentet er præget af monopolistisk konkurrence gående mod fuldkommen konkurrence, da der ikke er høje præferencegrader da produktet ofte er homogent. Der er mange udbydere af varen. Det vurderes, at der på markederne er fuld tilgængelig information om pris og produktkvalitet. Der er ikke en decideret markedsleder på dette marked. A.P. Møller – Maersk A/S, som er den største "generelle udbyder af shippingprodukter" (heriblandt containerfragt), er estimeret til at have omkring 15%[34] af de totale markedsandele, og er derfor ikke stor nok til at være markedsledende.

2.2.2 Potentielle nye indtrængere

I tank- og tørlastfragtmarkedet vil der altid være risiko for nye potentielle indtrængere. Undersøgelser[35] viser, at den gennemsnitlige operating margin i fragt af olie og gas sektoren for 2009 var 15,3%. Dette indikerer, at der er gode indtjeningsmuligheder for nye markedsindtrængere. Samtidig var den årlige vækstrate for fragt i olie og gas sektoren fra 2005-2009 20,58%, så der er også mulighed for at vækste såfremt

[34] www.globalcompanyintelligence.com
[35] www.globalcompanyintelligence.com

virksomheden har de rette salgskanaler. Især ved indgangen i 2011 hvor markedet så småt er igennem det værste af finanskrisen, vil der være muligheder for vækst.

Potentialet for nye indtrængere er, at der er forholdsvis få indgangsbarrierer, samt at markedet er stort, så flåden let kan operere der i verden hvor der er efterspørgsel på fragt. Den største indgangsbarriere er kapital. F.eks. lå byggeprisen for et nyt bulk carrier skib af typen Handymax på knap 30 mio. dollars[36] - dvs. ønsker virksomheden at drive forretning med egen flåde skal der investeres i flåde (enten ved køb af nybygninger eller brugte skibe). Såfremt virksomheden ønsker egen flåde, skal der tillægges en indgangstid, da der kan være et par års leveringstid af nye skibe.
Ønsker markedsindtrængeren ikke at have egen flåde, er der mulighed for at chartre andre virksomheders overskydende flåder, og på denne måde komme ind i branchen. Dette minimerer risikoen for tab af indtjening ved nedgangstider, men minimerer også indtjeningsmulighederne, da charterhyren normalt er højere end egne omkostninger, da udlejer har risikoen for skibet.
At nye indtrængere på markedet let kan drive virksomhed der hvor der er efterspørgsel gør, at risikoen for ledighedsdage minimeres, da der er større fleksibilitet for en mindre flåde, samt at de i højere grad kan satse på niche områder i branchen, så de i opstarten undgår direkte konkurrence med de store etablerede virksomheder – som Torm.

En anden indgangsbarriere er netop konkurrencen i markedet. Der findes mange samarbejdsalliancer i markedet. F.eks. er Torm med i 3 "pools", MR pool, LR1 pool og LR2 pool. I 2007 vurderede Spar Nord, at de 3 pools havde omkring 30% af omsætningen i deres respektive hovedmarkeder. Da der har været en stor udvidelse i pool samarbejdspartnere, vil jeg estimere, at de nu sidder på omkring 50-60% af deres hovedmarkeder. Spar Nord estimerer også i 2007, at ca. 70% af poolenes omsætning stammer fra de 10 største kunder i poolene – hvilket nedsætter muligheden for at nye indtrængere kan påvirke de store kunder til at vælge deres produkt. De kunder der benytter sig af poolene, stiller ofte høje krav til skibenes tidligere benyttelse, dvs. har skibene fragtet andet end råolie er der store krav til rengøring, så det nye produkt ikke

[36] Platou report 2010

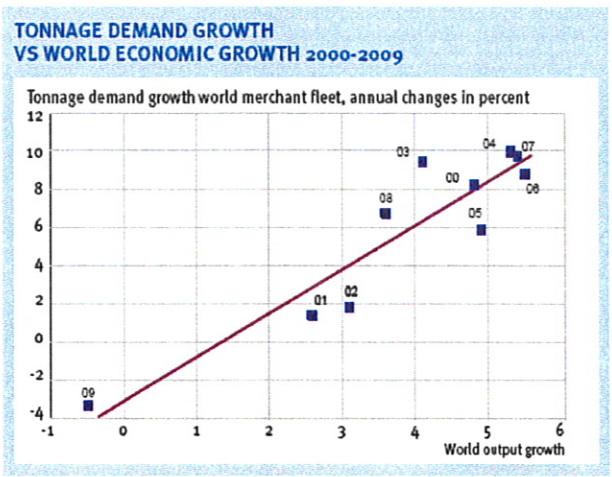
blive påvirket under fragten. Disse krav er svære at overholde for nye mindre indtrængere.

Potentialet for nye indtrængere vil i 2011 være større, da de nuværende aktører på markedet har været gennem den finansielle krise og haft store tab. Dette giver mulighed for nye indtrængere med stor kapital i ryggen, for at komme ind på markedet og presse konkurrencen.

2.2.3 Kunder

Der er stor forskel på kundetyperne på tank- og tørlast fragtmarkedet.
På tank markedet er kunderne ofte store olieselskaber som er veletablerede på markedet, men som alene er for lille til at præge markedet for alvor, men som hurtigt kan blive afgørende for et fragtfirmas skæbne. Der er på markedet en grad af produktdifferentiering i kravene til fragt, som de største kunder kan stille, nemlig omkring skibenes tilstand som f.eks. skibets sidste fragt, mandskabets uddannelse, påkrævede certifikater samt diverse krav til i hvor høj grad skibet må påvirke det fragtede produkt. I maj 2010 satte Torms kunde Shell al fragt med Torm skibe på "teknisk hold[37]" da man frygtede for Shells omdømme, hvis et Torm skib kolliderede pga. manglende sikkerhed eller andet. Shell situationen viser, at de store kunder har en forhandlingsgrad overfor fragtproduktet. Kundernes forhandlingsstyrke vil variere i takt med de globale konjunkturer. På nedenstående figur kan man se, at stigningen/faldet på efterspørgsel af fragt i høj grad samvarierer med stigningen/faldet i den globale vækst.

[37] http://www.business.dk/transport/shell-saetter-torm-paa-den-sorte-liste



Kilde: Platou report 2010 – Tonnage efterspørgsel for tankfragt.

Prisfastsættelsen af fragtraterne sker jo som tidligere nævnt ud fra forholdet mellem udbud og efterspørgsel, som stammer fra den positive eller negative vækst i det globale marked. Kunderne kan derfor ikke direkte stille priskrav overfor fragtselskaberne, da priserne er forholdsvis fastlåst på fragtraterne (som jo afspejler udbud og efterspørgsel, og derfor også fastsætter den korrekte pris). Ydermere har fragtselskaberne den fordel, at deres flåde er let at manøvrere hen til de områder hvor der er arbejde, derved mindskes fragtselskabernes risiko for tab på manglende fragt. Derudover fastsættes fragtraterne ofte ved fremtidsrettede aftaler, hvilket er en fordel for fragtfirmaerne, da de ud fra planlægningen kan se om de har overskud af skibe, og dermed tage action på problemet. Dette minimerer fragtselskabernes grad af desperation for arbejde, og minimerer kundens mulighed for påvirkning af prisfastsættelsen.
Der er meget få skifteomkostninger forbundet med ændring af fragtselskab, hvilket giver kunderne en forhandlingsstyrke overfor leverandørerne. Mange af de store olieselskaber har dog en CSR politik der stiller krav til fragtselskaberne, hvilket kan være sværere for en mindre fragtudbyder at opfylde. Muligheden for baglæns integration (kunderne overtager fragten selv) tror jeg ikke er en trussel for fragtfirmaerne lige nu. Strategisk tror jeg, at de fleste olieselskaber vil fokusere på deres kerneforretning, salg af olie.

Tørlastmarkedet minder på kundesiden meget om tankmarkedet – dog er kundetyperne mindre udbydere end på tankmarkedet, men samtidig kan kundetypen være en stor spiller

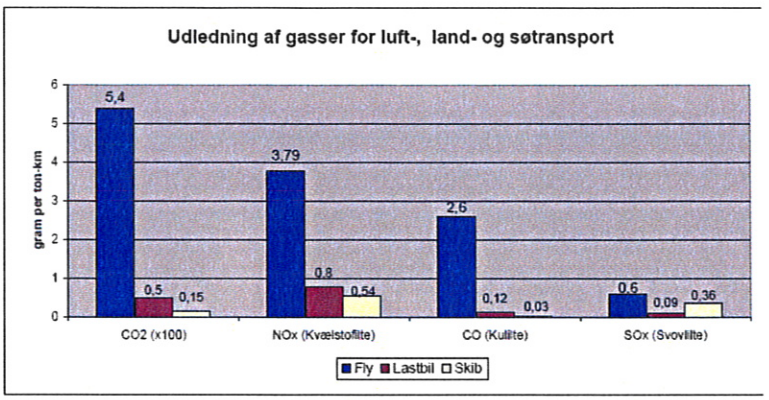
hvis fragtselskabet har specialiseret sig indenfor et specifikt område, f.eks. shipping af kul. Prisfastsættelsen på markedet sker på samme måde som på tankmarkedet ved udbud og efterspørgsel. Der laves ofte fremtidige aftaler til fastsættelse af prisrater.

Det vurderes på begge markeder, at kunderne har forhandlingsstyrke omkring krav til fragtskibenes tilstand, sikkerhed m.m. men at kunderne ikke har "direkte" forhandlingsstyrke med priserne, som fastsættes ved fragtraterne.

2.2.4 Substituerende produkter

Der er forholdsvis få substitutionsmuligheder på fragtmarkedet for både tank og tørlastområdet. Lastbil, tog og fly er de nærmeste substitutionsmuligheder på kort sigt, på langt sigt er rørledninger på tank markedet en substitutionsmulighed. Der er ingen af de nævnte substitutionsmuligheder på kort sigt, som kan konkurrere med skibenes transportydelser som mængde af fragt og lavest udledte CO^2 forbrug.
Substitutionsmulighederne er dog en mulighed hvis tidsfaktoren er vigtig for kunden. Lastbil, fly og tog er hurtigere transporttyper end skibe, men kan indeholde langt mindre mængder og er langt dyrere pr. km end skib. Dvs. jo længere distancen er, jo større fordel er det at fragte med skib. På tørlastsegmentet vil jernbanen være den største konkurrent som substitutionsmulighed f.eks. ved fragt af kul, men da prisen pr. fragtet ton ved jernbane fragt vil være højere end prisen pr. fragtet ton ved skibstransport vil kunden altid vælge skibstransporten, da kunden ofte ved hvad hans forbrug af kul vil være.
Stigende/faldende efterspørgsel på produktet vil ofte føre til at kunden i højere grad overvejer sit valg af distributionsmåde.
På tanksegmentet vil rørledninger på langt sigt være en substitutionsmulighed. Men det kræver store investeringer, og grundet den mere og mere begrænsede mængde af olie vil investeringerne formentlig blive færre de næste mange år.

Der bliver større og større fokus på miljøvenligheden og derfor på udledningen af gasser. Miljømæssigt kan det af grafen ses, at ingen af de mulige substitutionsmuligheder på kort sigt kan konkurrere med fragt via skibe.



Kilde: Skibsfarten i tal november 2010

2.2.5 Leverandører

Der er mange forskellige leverandører på dette marked, som hver især har deres forhandlingsstyrke overfor fragtselskaberne.
De 3 væsentligste leverandører er:

- Leverandører af bunkerolie til skibene
- Havne
- Skibsværfterne

Bunkerolie er brændstoffet brugt til skibene. Prisen på bunkerolie afhænger af den generelle oliepris, så den er forholdsvist fastlåst ved udbud og efterspørgsel. Jo større rederi, jo større mængder må forventes at blive købt, og jo lavere bliver forhandlingskraften for leverandøren mod fragtselskabet.
Forhandlingsstyrken i havnene afhænger også af udbud og efterspørgsel. Som det fremgår af nedenstående tabel, ligger 8 ud af 10 af de havne med højest godsomsætning i Kina. Dette minimerer den enkelte havns forhandlingsstyrke, da fragtselskaberne ofte vil vælge de havne med lavest omkostninger. Ser man til gengæld på havnen i Rotterdam, må man forvente at alternativerne er begrænsede, og havnen har derfor en stor grad af forhandlingsstyrke overfor fragtselskaberne. Ifølge Torms årsregnskab fra 2009 er antallet af ventedage øget med 5% pr. år, som skyldes manglende udbygning af

olieterminaler i havnene, da udbygningerne ikke har fulgt med væksten i flåden. Dette betyder, at havne som ikke har efterfulgt væksten i den globale flåde, i større grad fremover vil få forhandlingskraft overfor fragtselskaberne.

Tabel 7.4: Total godsomsætning i de største havne

Rang	Havn	Land	Enhed	(mio. tons) 2004	2005	2006	2007	2008	årlig gns. vækst 2004 - 2008 (%)
Top 10									%
1	Singapore	Singapore	ft*	393,4	423,2	448,5	483,6	515,5	7,0
2	Shanghai	Kina	mt	379,0	443,2	470,4	492,3	511,4	7,8
3	Rotterdam	Holland	mt	352,8	370,2	378,2	406,8	421,1	4,5
4	Tianjin	Kina	mt	206,2	245,1	257,6	309,5	265,2	15,4
5	Ningbo	Kina	mt	225,9	272,4	309,7	345,2	363,6	12,6
6	Guangzhou	Kina	mt	215,2	241,7	302,8	343,3	347,0	12,7
7	Qingdao	Kina	mt	161,7	184,3	224,2	265,0	278,3	14,5
8	Qinhuangdao	Kina	mt	150,3	167,5	204,9	248,9	274,8	16,3
9	Hong Kong	Kina	mt	220,9	230,1	238,2	245,4	259,4	4,1
10	Dalian	Kina	mt	145,2	176,8	200,5	222,9	263,2	16,0

Kilde: Skibsfarten i tal november 2010

På den anden side kan man argumentere mod havnenes eventuelle forhandlingsstyrke, at en meromkostning pr. fragt typisk vil blive tillagt salgsprisen til forbrugeren, hvilket vil medføre et fald i forbruget, dermed et fald i produktionen og i sidste ende et fald i aktiviteten i havnene.

Skibsværfternes forhandlingsgrad afhænger også af udbud og efterspørgsel efter nye skibe. Som det fremgår af nedenstående tabel er mængden af nybygningsordrer faldende fra 2009 til 2010 – hvilket skyldes at forholdet mellem udbud og efterspørgsel er mere ligeværdigt i 2010.

Tabel 3.6: Verdens samlede nybygningsordrer fordelt på skibstyper

Skibstype:	1. januar 2009 Antal skibe	TDW (1.000)	1. januar 2010 Antal skibe	TDW (1.000)	1. juli 2010 Antal skibe	TDW (1.000)
General cargo	1.311	13.776	1.197	12.366	1.103	11.471
Containerskibe	1.236	70.656	871	55.935	689	48.111
Roll-on/Roll-off	337	4.678	259	3.915	229	3.341
Tankskibe	2.741	183.506	2.059	142.316	1.774	127.077
Bulk-carriers	3.435	294.979	3.123	273.610	3.018	261.276
I alt	9.060	567.595	7.509	488.142	6.813	451.276

Kilde: Skibsfarten i tal november 2010

Derfor vil skibsværfterne de kommende år have lav forhandlingskraft overfor fragtselskaberne.

Den generelle vurdering af leverandørernes forhandlingskraft er således at disse i høj grad bestemmes af de globale markedskræfter, og at leverandørerne ikke for alvor kan presse fragtselskaberne til at betale overpris.

2.2.6 Konkurrence intensitet

Konkurrence intensiteten på fragtmarkedet vurderes at være moderat. Der er mange internationale konkurrenter i branchen, som er hårdt præget af de makroøkonomiske konjunktursving. Det vurderes, at markedet har gode vækstrater, gode indtjeningsmuligheder og at det er muligt for nye konkurrenter at komme ind på markedet. Begrænsningerne ligger som skrevet i det Pool samarbejde der er dannet i markedet, som udgør så stor en del af tankmarkedet, at de virksomheder der ikke kommer ind i samarbejdet formentlig aldrig rigtig vil slå igennem. Det er et marked hvor udbud og efterspørgsel dominerer så meget, så reel forhandlingskraft i perioder udlignes. Markedet er monopolistisk konkurrence gående mod fuldkommen konkurrence.

2.3 Intern analyse

Teknologisk førende flåde

Ifølge Torms investor nyt fra 18. maj 2010 har Torm fået leveret 3 ud af 11 søsterskibe, som er blevet bygget med ny teknologi[38]. Ifølge Torm vil de 11 nye søsterskibe kunne fremvise positive performance tal på parametre som fart og olieforbrug, ligesom de vil kunne minimere CO^2 forbruget. Disse nye erhvervelser erstatter den ældre del af Torms flåde, da denne del udgjorde ca. 10% af Torms flåde af produkttankskibe[39] og var enkeltskrogede tankskibe[40], og derfor ifølge IMO-regelsættet[41] skulle udfases frem til 2010 (Skibene er pr. 2010 udfaset hos Torm). Ifølge investor data fra GlobalData[42] er man enig i, at Torm har en af de største og mest avancerede fragtflåder i verden, som fremtidigt vil tjene Torms kunder hurtigere og mere effektivt.

---

[38] http://www.torm.com/wps/wcm/connect/f1b12300431fa17f95cfb51f0aba7324/Pressemeddelelse_Nr.+3+2010_Ny+produkttanker.pdf?MOD=AJPERES

[39] Ifølge Torms årsregnskab 2009 side 18.

[40] Enkeltskroget tankskib betyder at den fragtede olie kun er adskilt fra havet ved en bundplade og en sidevæg. Dobbeltskroget tanksskib har derfor endnu en indre plade der nedsætter risikoen for oilieudslip.

[41] IMO-regelsættet fastslår at enkeltskrogede tanksskibe skal udfases i 2010, pga. den størrere risiko for olieudslip ved skibets forlisning.

[42] www.globalcompanyintelligence.com

Stor flåde

Torm har en stor flåde på 72 skibe. Heraf var 2 skibe til tørlasttransport og 70 til transport af tankprodukter. Til sammenligning har Maersk Tankers 218 skibe, hvoraf 63 af skibene er en mindre størrelse end Torms 72 skibe. Torm havde ved udgangen af 2008 67 skibe, hvilket viser, at Torm ikke har minimeret antallet af selvejede skibe under finanskrisen. Det betyder, at Torm formentlig er blevet hårdere ramt ved de faldende fragtrater under finanskrisen, men samtidig er Torm stærkere når fragtraterne igen stiger.

Virksomheden er globaliseret

En stor intern styrke hos Torm er, at de har mulighed for at være tilstede globalt og dermed udnytte deres ressourcer der hvor der er arbejde. Torm har 4 datterselskaber beliggende i hhv. Singapore, Filippinerne, USA og Indien. Derudover har de hovedkontoret i Danmark. Deres datterselskabers placering og mandskab gør Torm i stand til at effektivisere samhandlen med hele verdenen, ved at effektivisere deres forhold til særligt havne-leverandørerne, så skibenes af og pålæsning sker til tiden.
Sammensætningen af Torms flåde øger også deres mulighed for global tilstedeværelse, da deres skibes forskellighed kan medtage mange forskellige typer af laster indenfor deres segment f.eks. Benzin, motorolie, nafta, råolie og diesel olie.
Torms medvirken i Pool samarbejdet øger også den globale tilstedeværelse, da man igennem samarbejdet får adgang til de store globale kunder, som fragter produkter verden rundt. Denne tilstedeværelse minimerer Torms afhængighed af markedets konjunkturer og bør i højere grad sikre økonomisk stabilitet end branchen generelt.

Intern effektivisering

Torm har ifølge årsrapporten 2009 igangsat en "Greater Efficiency Power" strategi, med det formål at sikre bedst mulig udnyttelse af Torms globale position. Effektiviseringen skulle føre til at man i 2010, havde minimeret driftsomkostningerne med ca. 15% og administrationsomkostningerne med ca. 20%, som forventedes at udgøre en reducering på 50 mio. USD i 2010. Dette mål var dog ikke nået ifølge årsregnskabet 2010, dette vil blive nærmere specificeret i regnskabsanalysen.
2 af de 5 punkter som fremhævedes i årsregnskabet 2010 omkring effektivisering var:

- Omstrukturering af flådens driftsorganisation
- Standardisering af processor for reparation og vedligeholdelse.

I maj 2010 kritiseredes Torm af Shell for at have vigtige mangler, som gjorde at Shell i en periode ikke lastede hos Torm. Man kan måske sætte spørgsmålstegn ved om der er tale om en "effektiviserings strategi" eller en general nedskæringsstrategi. Ifølge Fyens.dk[43] blev der i 2009 afskediget 35 medarbejdere iht. effektiviseringsstrategien. Man ville forvente, at nedskæringer på 35 medarbejdere i 2009 ville reducere administrationsomkostningerne væsentligt i 2010, men som det fremgår af resultatopgørelsen i 2010 er forskellen på administrationsomkostningerne fra 2009 til 2010 "kun" et fald på USD 33.000. Årsagen er Torms omstrukturering i ledelsen, hvilket vil blive omtalt senere i analysen.

Investering i FR8

I 2008 opkøbte Torm 50% af aktierne i selskabet FR8. Opkøbet er ifølge Torm en del af indsatsen for at leve op til deres mål om en kraftig vækst i de kommende år. Investeringen skal ses som et forsøg på at sikre Torm adgang til flere olielaster. Ejeren af de resterende 50% af FR8 er en international oliehandler ved navn Projector. Torm håber også gennem opkøbet at kunne få større indsigt i, hvilke krav der stilles til spillere på det internationale marked for produkttankere. Ifølge Torm var forventninger i 2008 ikke bedre afkast, men en investering i fremtidig knowhow. Prisen for 50% af aktierne udgjorde USD 125 mio.

Begrænset likvid position

Det er vigtigt for Torm, at have den rette kapital til at kunne foretage de nødvendige investeringer på de rigtige tidspunkter. Torm nævner selv dette punkt i deres årsberetning for 2009, og at de mener at Torm med aftalen om finansiering af USD 337 mio. med Bank of China, er i stand til at igangsætte yderligere investeringer i nybygningsprogrammer. Alligevel synes jeg man bør være varsom med at fremhæve

[43] http://www.fyens.dk/article/1265955:Boers-nyt--Torm--35-fyringer-del-af-effektiviseringsprogram--Opd

Torms kapitale beredskab. Torms totale kassebeholdning pr. ultimo 2009 var USD 121,82 mio., hvilket viser et fald på USD 46,5 mio. i forhold til året før. Kigger man på forholdet mellem Torms kortfristede aktiver og deres kortfristede passiver fra årsrapporten 2009 (USD 283.662.000 / USD 262.611.000) får man Torms "likviditetsgrad" på 1.08. Ifølge markedsanalyser fra GlobalData havde Olie & Gas sektoren i 2009 et likviditetsgradsgennemsnit på 1,67. Dette indikerer at Torm, trods sin kassebeholdning, ikke præsterer bedre end konkurrenterne, som kan have en bedre likvid position. Selvom en kassebeholdning på 121,82 mio. USD lyder af meget, så er markedet et af de ekstremt kapitalstærke. F.eks. kan det læses, at et nyt dansk shipping firma med Torms tidligere direktør Mikael Skov som direktør, vil ind på tankfragt markedet med en likviditet fra fonde og private investorer på 2 mia.[44]. DKK. Så derfor burde Torms kapitalberedskab, Torms størrelse og erfaring på markedet taget i betragtning, være en hel del større. Det skal selvfølgelig nævnes at likviditetsgraden også kan blive for høj, hvorved investeringer bør foretages.

Faldende markedsandele

Ifølge GlobalData har Torm fra 2005-2009 haft en årlig omsætningsvækst på 10,16%. Den årlige gennemsnitlige omsætningsvækst på markedet for olie & gas samme periode, var på 20,58%. Dvs. der var virksomheder der havde større vækstrater end Torm, og som fratog markedsandele fra Torm. Selvfølgelig skal der tages forbehold for at den gennemsnitlige omsætningsvækst udregnes ud fra virksomhedens primo omsætning, dvs. virksomheder med forholdsvis lav omsætning vækster højere end virksomheder med i forvejen høj omsætning. Men med dette taget i betragtning kan den mindre omsætningsvækst hos Torm være en indikation af, at firmaet har underperformet i forhold til den gennemsnitlige markedssektor, og at Torm over de sidste 5 år har tabt markedsandele.

[44] http://epn.dk/brancher/transport/skib/article2161533.ece

Faldende indtjeningsevne ved driftsoverskud (operating margin)

Torm havde i 2009 et operating profit på USD 49,75 mio. ud af en omsætning på USD 862,25 mio. Dette giver en operating margin på 5,77%. I forhold til gennemsnittet for markedet olie % gas i 2009, ligger Torm 9,5% lavere[45]. I forhold til 2008 er Torms operating margin faldet ca. 32%. Det fortæller om Torms større sårbarhed end branchen generelt. Dette tyder på, at Torms driftsomkostninger er højere end markedets generelt, og derfor har Torm en stor svaghed overfor sine konkurrenter. Som tidligere nævnt igangsætter Torm en intern effektivisering som skal få driftsomkostningerne ned på minimum markedsniveau.

Stærk bestyrelse

Torms bestyrelsesformand er Niels Erik Nielsen. N.E. Nielsen er født i 1948 og uddannet Cand. Jur. Advokat. Han har været medlem af Torms bestyrelse siden september 2000, og bestyrelsesformand siden april 2002. N.E. Nielsen er ekstremt erfaren indenfor bestyrelsesarbejde, og har gennem sit arbejde hos advokatfirmaet Bech-Bruun stor erfaring med virksomhedslovgivning. N.E. Nielsen er pr. 01-01-2011 bestyrelsesformand for følgende 10 aktieselskaber:

- Torm A/S
- AMBU A/S
- Satair A/S
- SCF Technologies A/S
- Danica-Elektronik A/S
- Charles Christensen A/S
- Gammelrand Skærvefabrik A/S
- Intermail A/S
- P.O.A. Ejendomme A/S
- MK 2010 A/S

Derudover er han medlem af bestyrelsen i Weibel Scientific A/S.

[45] Oplysning fra markedsrapport af GlobalData

N.E. Nielsen var i 2010 bestyrelsesformand for Amagerbanken som krakkede.
Det vurderes derfor, at N.E. Nielsen er en stor kompetence for Torm at have som bestyrelsesformand, da han har stor erfaring med ledelse af en bestyrelse, men samtidig også har erfaring med virksomheders cykliske op og nedture. Omvendt kan det måske være en ulempe for Torm, at N.E. Nielsen har så mange forskellige engagementer, så Torm måske bliver nedprioriteret i perioder ift. Andre virksomheder. Af en oversigt i Børsen[46] kan man læse, at N.E. Nielsen er den person med flest bestyrelsesformand poster i Danmark. N.E. Nielsen fik i 2009 en bøde for at spille dobbeltrolle for advokatfirmaet Bech-Bruun, en bøde som var historisk høj, da N.E. Nielsen tidligere var idømt bøde for lignende overtrædelse.
Det vurderes, at N.E. Nielsen er i stand til at yde den indsats der forventes af Torm (på en måde som overholder loven), så N.E. Nielsens kompetencer vil kunne udgøre en stor fordel for Torms fremtidige position.

Har brugt finanskrisen til at omstrukturere ledelsen

Jacob Meldgaard blev i 2008 hentet til Torm som ny adm. Direktør. Jacob Meldgaard var i 2008 ansat hos rederiet Norden, som valgte at håndhæve deres 18 måneders opsigelsesvarsel. Jacob Meldgaard startede derfor først hos Torm d. 1. april 2010. Af Torms årsregnskab for 2010 kan man se, at Torm har betalt Jacob Meldgaard 62. mio. kr.[47] som engangsvederlag for det tab Jacob Meldgaard måtte lide ved mistede aktieoptioner, bonus m.v. hos rederiet Norden. Det høje engangsvederlag til Jacob Meldgaard må anses som en kvalitetsstempling fra Torms side, da Jacob Meldgaard har stor erfaring omkring tank- og tørlastfragt fra sit tidligere direktørarbejde hos konkurrenten Norden. Da Torm har været tæt relateret til Norden gennem store aktieopkøb og forsøg på overtagelse af Norden, vurderes det, at Jacob Meldgaards ankomst til Torm er et velovervejet og gennemtænkt valg, som i fremtiden vil styrke Torms position. Investeringen i ledelsesskiftet i 2008 bestod udover Jacob Meldgaards 62. mio. kr. også af 29 mio. udbetalt til Klaus Kjærulf for at gå før tid, samt en bonus på 24 mio. kr. til Mikael Skov for at være Adm. Direktør indtil Jacob Meldgaard kunne

[46] http://borsen.dk/nyheder/karriere/artikel/1/198836/ne_nielsen_trodser_modvind_-_igen_bestyrelseskonge.html
[47] Beløbet er hensat i Torms regnskab, og udbetales først i 2012.

tiltræde i 2010. Alt i alt en investering på 115 mio. kr. Afskedigelsen af Klaus Kjærulf menes at være opstået ved uenighed mellem Klaus Kjærulf og den græske ejer.

Usikkerhed om ejerstruktur

Som tidligere nævnt i beskrivelsen af Torm, er Torms ejerstruktur noget uklar, da Gabriel Panayotides gennem 2 virksomheder (Beltest Shipping Company Ltd. og Menfield Navigation Company Ltd.) ejer 52,2% af aktierne, men aldrig har erklæret sin samlede ejerandel for gældende. Dette har skabt en del usikkerhed både hos aktionærer, men også hos medarbejderne. Aktionærerne mente de var berettiget til at få indløst deres aktier til den højeste kurs, som aktien var handlet til i de forgangne 6 måneder (udgangspunkt i maj 2010)[48]. Medarbejderne hos Torm var derimod forundrede over, at Torm i 2005 solgte skibet Torm Hilde til Panayotides selskab Beltest, for efterfølgende at chartre skibet tilbage til Torm – hvilket har kostet Torm ca. 160 mio. kr. i charterafgifter[49]. Det vurderes, at det er en stor svaghed for Torm at man ikke kan sende klare retningslinjer til aktionærer og medarbejdere om selskabets ejerstruktur, hvilket fremtidigt vil skade Torm ved spekuleren om Gabriel Panayotides reelle interesse i Torm.

2.4 SWOT analyse

Den strategiske analyse af Torm lavet i PESTEL, Porters 5 Forces og den interne analyse af tilgængelige ressourcer og kompetencer, samles herunder i en SWOT analyse. SWOT analysens formål er at skabe overblik over de tidligere beskrevne interne og eksterne muligheder for Torm. Jeg har valgt ikke at kommentere yderligere på de opskrevne punkter i SWOT analysen, da disse er beskrevet i de foregående afsnit. I stedet vil jeg vurdere, hvorvidt Torms muligheder for opnåelsen af deres vision er tilstede ud fra de interne og eksterne muligheder/trusler.

[48] http://www.maritimedanmark.dk/?Id=7833
[49] http://www.maritimedanmark.dk/?Id=7861

Styrker (S)	**Svagheder (W)**
- Teknologisk førende flåde - Virksomheden er globaliseret - Intern effektiviseringsstrategi - Stærk erfaren bestyrelsesformand - Har brugt finanskrisen til at omstrukturere ledelsen - Stor flåde - Investering i FR8	- Mangel på intern effektivisering iht. konkurrenterne - Begrænset likvid position - Faldende markedsandele - Faldende indtjeningsevne ved driftsoverskud - Usikkerhed om ejerstruktur
Muligheder (O)	**Trusler (T)**
- Forventet stigende efterspørgsel på tørlast og tankfragten - Udsigt til fremtidige forbedrede fragtrater - Populations tilvækst i Indien - Gode indtjeningsmuligheder for fragtmarkedet – når der er økonomisk stabilitet - Stor indgangskapital kræves for nye markedskonkurrenter	- Pirateri - Lokale forbud mod eksport af råvarer - Lave fragtrater for 2011-2012 - Tonnageskatteloven - Skattefrihed for søfarere - Miljømæssige ændringer forårsager naturkatastrofer - Høj forhandlingskraft hos de største oliekunder - Markedet defineres i høj grad af makroøkonomiske udbud/efterspørgsels påvirkende faktorer

Torms vision er: "At være den ledende, mest profitable spiller på vores kerneområde gennem kvaliteten i vores medarbejdere, skibe og rutiner".

Set i forhold til min vurdering af Torms interne styrker, er de interne styrker der skal udføre Torms vision ikke tilstede pr. 2011. Torm er teknologisk førende, hvilket burde lede til at Torm også er ledende. Torm er en global virksomhed, med landekontorer på de vigtige strategiske steder i verden, og har en stor flåde. Torm har en stærk bestyrelse, som

er meget erfaren, og jeg mener, at satsningen på Jacob Meldgaard som direktør er et valg på vejen mod ønsket om at være ledende.
Men Torm er ikke den mest profitable spiller på deres kerneområde, tværtimod melder Torm om faldende indtjeningsevne, der ligger langt under gennemsnittet for olie og gas markedet. Deres mangel på intern effektivisering ift. Konkurrenterne udligner deres store fordel ved at være teknologisk førende. Torms begrænsede likvide position betyder, at Torm ikke i samme niveau som antydet i årsregnskabet, kan agere ledende virksomhed på markedet i en verden med finansiel krise som ellers kunne være forventet.
At Torm nævner netop deres kerneområde kvalitet i medarbejdere, skibe og rutiner, stiller store spørgsmålstegn mht. Torms "Greater Efficiency Power", hvor Shell som kunde netop stillede spørgsmålstegn ved kvaliteten af disse ressourcer. Det er dog min vurdering, at Torm over en årrække på 4-5 år ved en målrettet indsats vil kunne få skabt de rette interne styrker til at kunne opfylde deres vision. Torms valg af investering i FR8 viser, at virksomheden satser på at komme styrket ud af finanskrisen, men om FR8 i de kommende år vil kunne give et forhøjet afkast er uvist.

Jeg tror på langt sigt, at de muligheder der er for Torm på dette marked kan gøre Torm til en af de ledende spillere. Torm har med sine interne omstruktureringer i ledelsen og med sin store teknologiske flåde, lavet de investeringer der fremtidigt vil sikre dem et større afkast.

2.5 Bestemmelse af generisk strategi

Torms generiske strategi er ud fra min begrænsede viden om markedet som helhed svær at vurdere. Jeg vurderer Torm som, ud fra Porters generiske strategi, at være placeret som "Generel omkostningsfører" på både tank og tørlastmarkedet. Begge markeder er jo domineret af fastsatte fragtrater, så muligheden for at differentiere sig på pris er udelukket. Med en fastlåst salgspris er Torms eneste mulighed for at påvirke overskudsgraden, at minimere omkostningerne. Derfor mener jeg, at fokus hos Torm vil være omkostningsminimering. Torm har stor fokus på deres "Greater Efficiency Power" projekt, som netop tilstræber at opnå besparelser på de administrative omkostninger, samt bedst mulig udnyttelse af de stordriftsfordele som Torm besidder. Jeg beskrev i min

PEST analyse, om muligheden for skattefritagelse på bemandingsposterne, som er udtryk for den hårde konkurrence der er på markederne for tank og tørlastfragt. Ydermere signalerer Torm med sin nye teknologiske flåde, at fokus er på omkostningsbesparelse og ikke produktforbedring for slutkunden. Den nye teknologiske flåde er omkostningsbesparende i forhold til konkurrenternes flåde, men yder ikke bedre service for kunden. Denne omkostningsbesparelse på nøgleressourcer, samt større opnåede effektivitetsudnyttelse viser Torms ønske om at være omkostningsfører. Som beskrevet i den interne analyse, vurderes det desværre for Torm, at deres indtjeningsevne er lavere end konkurrenternes, og dermed synes målet om på nuværende tidspunkt at være omkostningsførende som langt væk, men den generiske strategi bør stadig være omkostningsleder. Jeg vil se nærmere på Torms indtjeningsevne i min rentabilitetsanalyse.

2.6 Delkonklusion

En af de makroøkonomiske faktorer der har påvirket Torm hårdest, er faldet i fragtrater. Et fald i indtjeningen på USD 75.000 pr. dag vender op og ned på årsresultatet for en virksomhed – dermed også for Torm. Faldet i fragtraterne har naturligvis påvirket Torms nuværende indtjeningsmuligheder, men påvirker ikke Torms fremtidige muligheder, da fragtraterne synes i bedring. At fragtraterne er i bedring skyldes forholdet mellem udbud/efterspørgsel, hvor efterspørgslen efter fragt af tank eller tørlastprodukter er stigende, eftersom den globale økonomi stille kommer sig efter finanskrisen. Udbuddet af nye skibe forventes ikke de kommende år at stige i takt med efterspørgslen, hvorfor det forventes at fragtraterne inden for et par år vil være steget til et niveau vi så inden finanskrisen. Stigningen i efterspørgslen vil påvirke Torms fremtidige indtjeningsmuligheder positivt.

Forholdet mellem udbud og efterspørgsel vil fremtidigt også blive påvirket af en indkomsttilvækst i de populations vækstlige lande. F.eks. forventes borgerne i Indien at øge deres personlige indkomst, hvilket vil skabe større produktion af mere moderne varer, hvilket vil kræve mere olie til produktionen. Den personlige indkomststigning i Indien forventes derfor at have fremtidig påvirkning på Torms indtjeningsmuligheder. Også de begrænsede egenproduktioner af olie vil have betydning for Torms fremtidige

indtjening. Ifølge min PEST analyse vil USA om ca. 7 år have mangel på olie til egen produktion, og må importere den manglende olie fra andre lande.
Pirateri er endnu en faktor der fremtidigt vil påvirke Torms indtjeningsmuligheder. Prisen for den ekstra sikkerhed og overvågen af specielle områder øger Torms omkostninger, og nedsætter Torms fremtidige indtjeningsmuligheder. Jeg vurderer dog, at de mange forskellige nationer der benytter sig af fragten gennem Suez kanalen, indenfor et par år vil have langt større fokus på pirat problemet, og dermed komme til en global løsning på problemet.
Miljøkatastroferne i Australien og Japan har påvirkning på Torms indtjeningsmuligheder, da de skaber aflastningsproblemer med deres lukkede havne. Det må forventes, at risikoen for fremtidige miljøkatastrofer er stigende pga. varmere klimaforhold i verden.
Torms interne styrker er, at virksomheden er globaliseret på markedet, og har stor erfaring med handel i markedet. Torm er leder af de forskellige pools, der sikrer en del af den fremtidige indtjening. Torm har en stor selvejet flåde, der vil give en konkurrencefordel når fragtraterne vender til det bedre. Jeg tror, at den nye ledelse hos Torm vil kunne styrke Torms fremtidige position og sikre en høj fremtidig indtjening for Torm når fragtraterne igen er gunstige. Torms svagheder vurderes dog med udgangspunkt i den nuværende økonomiske situation, at have større betydning end Torms styrker. Vi kan konstatere, at Torm har en faldende indtjeningsevne som dels skyldes mangel på intern effektivisering i forhold til konkurrenterne, men som også skyldes stigninger i driftsomkostningerne. De faldende markedsandele indikerer, at Torm ikke har kunnet udnytte finanskrisen til at øge deres markedsandele, men i stedet har haft fokus på forbedring af interne styrker (minimering af interne omkostninger). Torms begrænsede likvide position ift. konkurrenter har betydet, at Torm ikke har kunnet investere yderligere i opkøb af virksomheder, dog er der blevet investeret i nybygninger, som gør at Torms flåde siden 2008 er vokset med 5 skibe.

For Torm er der store muligheder i det konkurrenceprægede fragtsegment, hvilket Torm har nydt godt af i mange år inden finanskrisen. Der er store indtjeningsmuligheder, da der generelt er en høj operating margin på markedet. De store vækstrater på omkring 20%, som man så inden finanskrisen viser, at mulighederne for at vækste i de kommende gode

perioder er høj. Med Torms investering i en stor teknologisk førende flåde, bør der fremtidigt være grundlag for en høj vækstrate. Samtidigt er der store krav til kapital for nye virksomheder, hvilket kan nedsætte konkurrencen mod nyetablerede virksomheder. Torms medlem og styring af de 3 pools, gør at Torm sikrer en del af sin omsætning, og styrker deres position på markedet. Da tankmarkedet er domineret er få meget store kunder, er det vigtigt at Torm gennem pool samarbejdet, kan gøre disse kunder til deres kunder. Der er på markedet få substituerende produkter for skibsfragt, da mange af kvaliteterne ved skibsfragt ikke kan erstattes ved andre fragttyper.
Truslerne på markedet for Torm er Torms faldende forhandlingsevne, når de globale konjunkturer er faldende. Kunderne får i disse situationer langt højere forhandlingskraft overfor Torm, hvilket medfører faldende indtjening. Leverandørerne har også høj forhandlingsstyrke overfor Torm, særligt havnene vurderes fremtidigt at få en større forhandlingskraft, da udviklingen/udvidelsen af havnene ikke er sket i samme grad som antallet af nye skibe. Det må derfor fremtidigt forventes, at havneomkostningerne vil stige.

Jeg vurderer, at Torms fremtidige mulighed for at opfylde deres ønskede vision er tilstede over en årrække på 4-5 år. Jeg tror på langt sigt, at Torm har de rette styrker til at kunne få virksomheden på rette vej mod målet, men jeg mener at særligt de økonomiske nøgletal bør forbedres væsentligt for at målet kan fuldføres.

Jeg mener den finansielle krise har påvirket Torms fremtidige strategiske muligheder særligt på følgende områder:

- Torm har brugt den finansielle krise til at lave ændringer i ledelsen, som fremtidigt vil kunne drive Torm til deres ønskede vision.
- Torm har valgt at investere i nye skibe i finanskrisen, selvom omkostningerne har været store. Investeringen skal de kommende år udmønte sig i en styrkelse ift. Torms konkurrenter.
- Torm har ikke kunnet holde samme indtjeningsevne som konkurrenter under finanskrisen, hvilket har svækket deres egenkapital. Torm har derfor ikke kunnet

leve op til deres forventede bedre udnyttelse af flådekapacitet og øgede markedsindsigt til at skabe de stordriftsfordele, som Torm i årsrapporten 2009 proklamerer.

- Torm har tabt markedsandele ift. sine konkurrenter, hvilket indikerer, at Torm ikke har investeret i stigende markedsandele under finanskrisen.
- Torm har opnået de interne effektiviseringer som "Greater Efficiency Power" havde som mål i 2009 – men Torm vurderes stadig at have større omkostninger end konkurrenterne. Jeg vil i min regnskabsanalyse nærmere se på, hvorvidt disse besparelser i "Greater Efficiency Power" er et udtryk for en fremtidig styrkelse af Torm, eller om de blot udmønter sig i væsentlig højere administrative omkostninger i 2008 end de foregående år, hvormed en minimering er væsentlig lettere.

3 Rentabilitetsanalyse

I min problemformulering tager jeg udgangspunkt i, hvorvidt den finansielle krise har påvirket Torms fremtidige strategiske muligheder. Ved at gennemføre en historisk regnskabsanalyse for Torm fra årene 2006-2010, vil jeg vise Torms finansielle udvikling, og på disse nøgletal konkludere, hvorvidt den finansielle krise har påvirket Torm, og hvorvidt Torms fremtidige muligheder på markedet er blevet styrket.

Til regnskabsanalysen udarbejdes først reformulerede egenkapitalopgørelser, balancer og resultatopgørelser for årene 2006-2010. Reformuleringerne er udregnet for at sikre, at alle bogførte poster i virksomheden indgår i nøgletalsberegningerne. Via reformuleringerne opnår man viden om totalindkomst, netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser, som alle er driverne til ROE (Return on Equity), og som indgår i de kommende udregninger af nøgletal. Netop reformuleringen af totalindkomsten viser Torms sande resultatopgørelse, da der i totalindkomsten medregnes opskrivningshenlæggelser, reserver for sikringstransaktioner og valutakursreguleringer, alle poster som ikke bliver medtaget i en regulær resultatopgørelse. Udregningerne tager udgangspunkt i den udvidede Du-Pont model. Opbygningen af rentabilitetsanalysen vil være som følgende:

3.1 Udregning og analyse af ROE

Niveau 1 – Udregning og analyse af ROIC, FGEAR og SPREAD.

Niveau 2 – Udregning og analyse af OG og AOH.

Niveau 3 – Udregning og analyse af risiko og gældssammensætning.

Rentabilitetsanalyse

ROE viser egenkapitalens forrentning, dvs. den forrentning som ejernes investerede kapital forrentes med. ROE er beregnet som forholdet mellem totalindkomsten fra den reformulerede resultatopgørelse og gennemsnittet af året og forrige års egenkapital.

	2006	2007	2008	2009	2010
ROE	47,6%	18,8%	26,5%	0,8%	-11,4%
Ændring		*-28,8%*	*7,7%*	*-25,7%*	*-12,1%*

Igennem perioden fra 2006 til 2010 kan man se store ændringer i ROE. Et gennemsnit af ROE for 5-års perioden er 16,5%, hvilket de realiserede ROE tal afviger meget fra. Disse ændringer skyldes ændringer i ROIC, FGEAR og SPREAD. For at fastsætte årsagen til de kraftige udsving vil jeg analysere ROIC, FGEAR og SPREAD nærmere. Gennemsnittet på ROE skal sammenholdes med omkostningen for ejeren af at udlåne sin kapital til virksomheden. Torm har estimeret deres WACC til at være 8,2%, hvilket vil sige, at ejernes overskud set ud fra en gennemsnitlig betragtning hvor WACC er den samme fra 2006 – 2010, var på 8,3% hvilket vurderes at været gunstigt for ejerne.

3.1.1 Den finansielle aktivitets påvirkning på ROE

FGEAR har en direkte effekt på ROE, da dette nøgletal viser forholdet mellem Torms egenkapital og de finansielle forpligtelser (som er udregnet i den reformulerede balance).

	2006	2007	2008	2009	2010
FGEAR	0,13	0,64	1,27	1,26	1,50
Ændring		*50,7%*	*62,9%*	*-1,2%*	*24,1%*

Som det kan ses af ovenstående tabel har Torms FGEAR været stigende fra 2006 til 2010. Stigningen i den finansielle gearing viser, at Torm fra 2006 til 2010 har øget sine finansielle forpligtelser, primært ved langfristede banklån, hvorimod egenkapitalen har haft nogenlunde samme niveau.

r viser forholdet mellem de netto finansielle omkostninger efter skat og de gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser.

	2006	2007	2008	2009	2010
r	-0,9%	99,3%	-7,2%	-5,4%	-4,0%
Ændring		100,2%	-106,5%	1,8%	1,4%

Af ovenstående tabel kan det ses, at r svinger voldsomt meget, særligt i 2007 hvor den er på 99,3%. I 2007 frasolgte Torm sine aktier i Dampskibsselskabet Norden til en gevinst på 643 mio. USD. Dette tal påvirker derfor r i 2007 da de netto finansielle omkostninger bliver positive (indtægter). Ser vi bort fra kapitalgevinsten ved salg af D/S Norden aktier ville r i 2007 være blevet -13%. Samtidig øger Torm i 2007 sine netto finansielle forpligtelser med 1,4 mia. USD hvilket også påvirker r. For at kunne kommentere yderligere på r's betydning for ROIC må vi udregne SPREAD.

SPREAD udtrykker forskellen mellem ROIC og r. De år hvor Torm har positiv SPREAD betyder det at Torm har positiv gearing, da ROIC derfor er gearet til et højere afkast til ROE. I 2009 og 2010 har Torm dog en negativ SPREAD der betyder at gearingen er negativ, da ROE vil forringes i forhold til ROIC.

	2006	2007	2008	2009	2010
SPREAD	41,3%	72,1%	8,5%	-2,1%	-6,1%
Ændring		*30,8%*	*-63,6%*	*-10,6%*	*-4,1%*

Vælger man at gange FGEAR med SPREAD får man den procentuelle stigning/fald som ROE bliver påvirket af. Da FGEAR i alle årene er positiv afhænger afkastet til ejerne af SPREAD. Vi kan se at 2009 og 2010 giver negativ SPREAD, samtidig er FGEAR steget med 24%, hvilket skaber et større negativt afkast til ejerne i 2009 og 2010.

ROIC måler hvor profitabelt Torm udnytter sine ressourcer. ROIC måles som forholdet mellem totalindkomsten fra driften efter skat og de gennemsnitlige netto driftsaktiver. Jo højere ROIC, jo højere bliver ROE.

	2006	2007	2008	2009	2010
ROIC	42,2%	-27,2%	15,7%	3,4%	-2,1%
Ændring		*-69,4%*	*42,9%*	*-12,3%*	*-5,5%*

Af oversigten kan vi se at ROIC minder om ROE med sine store ustabile udsving i årene. Et gennemsnit af ROIC i perioden vil være 6,4%. For at finde den driftsmæssige påvirkning må vi gå et niveau længere ned.

3.1.2 Driftsaktivitetens påvirkning på ROE

Overskudsgrad

De to underliggende drivere til ROIC er overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.

Overskudsgraden viser overskuddet pr. 1 USD salg fra Torms driftsaktivitet. Overskudsgraden udtrykkes ved forholdet mellem totalindkomst fra driften efter skat og nettoomsætningen. Da der i overskudsgraden er forskelle fra 86% til -7%, som ikke indikerer et sammenligneligt niveau, vælger jeg at tilføje nøgletallene dækningsgrad og EBITDA grad (kunne også kaldes overskudsgrad af primær drift), som viser forholdet mellem hhv. Dækningsbidraget / EBITDA og nettoomsætningen.

	2006	2007	2008	2009	2010
Overskudsgrad	86,4%	-64,3%	35,5%	11,1%	-7,4%
Dækningsgrad	44,9%	43,7%	45,4%	28,1%	21,0%
EBITDA grad	40,9%	37,1%	41,4%	19,6%	11,1%

I 2006 havde man en overskudsgrad på 86,4%, men en dækningsgrad på 44,9% og en EBITDA grad på 40,9%. Årsagen til den høje overskudsgrad ligger derfor i Torms salg af skibe og deres opskrivninger af aktierne i D/S Norden, hvilket jo ikke er en del af Torms primære drift. I 2009 og 2010 har Torm ligeledes nedjusteret værdien af det opkøbte

firma FR8, hvilket påvirker overskudsgraden kraftigt. Analyserer man på dækningsgraden fra 2006 til 2010 ses der et klart mønster fra 2006-2008, og med en faldende dækningsgrad fra 2008 til 2010. Faldet i dækningsgraden er i høj grad en påvirkning af faldende fragtrater, og derfor en direkte konsekvens af finanskrisens indtræf. EBITDA graden er ligeledes stabil som dækningsgraden fra 2006-2008, og viser tydeligt, at de store afvigelser i ROIC og ROE skal findes i de ikke-primære aktiviteter som køb og salg af skibe, handel med aktier samt drift af fællesledede virksomheder. Går man et skridt dybere i overskudsgraden kan man opdele denne på Torms 2 segmenter, henholdsvis tanksegmentet og tørlastsegmentet. Nedenstående EBITDA grad er forholdet mellem EBITDA separat på de 2 segmentet og den samlede totale nettoomsætning hos Torm. Der er dog mindre omkostninger som ikke kunne segment fordeles, men de udgør en minimal del af resultaterne.

	2006	2007	2008	2009	2010
EBITDA grad Torms tankdivision	36,1%	30,1%	28,2%	15,9%	10,7%
EBITDA grad Torms tørlastdivision	8,5%	6,3%	18,5%	8,3%	2,1%

Af ovenstående tabel fremgår det, at EBITDA graden for Torms tankdivision er den førende, men at begge divisioner giver positiv EBITDA grad. Det skal naturligvis tages til forbehold, at langt den største del af omsætningen vedrører tankdivisionen og at overskuddet på denne division derfor bør være højere end i tørlastdivisionen.

	2006	2007	2008	2009	2010
EBITDA grad - tankdivisionens omsætning	44,1%	38,4%	36,2%	18,4%	12,0%
EBITDA grad - tørlastdivisionens omsætning	46,9%	38,3%	84,2%	61,0%	19,4%

Splitter man, som i ovenstående tabel, EBITDA graden op som forholdet mellem divisionens EBITDA og divisionens nettoomsætning, kan vi sammenligne hvor EBITDA graden er højest. Vi kan se at tankdivisionen EBITDA grad følger samme mønster om man bruger totalomsætning eller omsætning på tankdivisionen. Derimod har tørlastdivisionen en langt højere EBITDA grad når denne sættes i forhold til omsætningen på tørlastsegmentet. Den gennemsnitlige omsætningsfordeling på ovenstående 5 års periode viser, at tankdivisionen har 83% af totalomsætningen og

tørlastdivisionen har 17%. Set i forhold til dette kan det undre at Torm ikke vælger at satse mere på tørlast markedet, da EBITDA graden er højst i hele 5 års perioden undtagen 2007.

Jeg skrev i min interne analyse af Torm, at Torm havde en lavere operating margin (forholdet mellem primært driftsresultat før skat og nettoomsætning) end det generelle marked, oplyst af markedsrapporten fra GlobalData.

	2006	2007	2008	2009
Torm Overskudsgrad	86,4%	-64,3%	35,5%	11,1%
Overseas Shipholding Overskudsgrad	36,1%	18,4%	19,8%	7,1%

Af ovenstående tabel kan man se at, Torms overskudsgrad har langt større svingninger end Overseas, som tidligere nævnt skal ses i Torms non primære driftsaktiviteter, salg af skibe og køb/salg af aktier. Ser man på gennemsnittet af overskudsgraden fra 2006-2009, havde Torm en gennemsnitlig overskudsgrad på 17,1%, hvorimod Overseas havde på 20,4%. Såfremt Overseas er et repræsentativt udpluk af tankbranchen kan det konkluderes, at Torm ligger ca. 3% lavere i overskudsgrad end Overseas, men at der over flere år ikke er den store forskel som markedsanalysen fra GlobalData hævder. Dette fremgår også af nedenstående tabel, der viser forskellen mellem EBITDA graden på Torms tankdivision og Overseas Shipholding. EBITDA graden ligger meget tæt, med en gennemsnitlig forskel på 0,8% fordelt på de 4 år.

	2006	2007	2008	2009
Torm tankdivision EBITDA grad	44,1%	38,4%	36,2%	18,4%
Overseas Shipholding EBITDA grad	49,7%	34,8%	34,6%	22,8%

Hvis man til gengæld sammenligner Torms EBITDA grad for tørlastdivisionen med en af de største konkurrenter (Norden) inden for dette segment kan man se, at Torm har markant højere EBITDA grad end Norden. Torms EBITDA grad er udregnet som forholdet mellem EBITDA for tørlastdivisionen og omsætningen for tørlastdivisionen.

	2006	2007	2008	2009
Torm tørlastdivision EBITDA grad	46,9%	38,3%	84,2%	61,0%
Norden - EBITDA grad	13,5%	18,3%	11,9%	7,5%

Såfremt omkostningsfordelingen hos Torm er korrekt, så disse nøgletal viser det reelle billede af Torms EBITDA grader på dette marked, kan man undre sig over at Torm ikke satser mere på dette marked. Af årsregnskabet for 2010 fremgår det dog også, at Torm vil forsøge at udvide tørlastsegmentet for 2011.

Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed (AOH) viser salget pr. krone som er investeret i netto driftsaktiver. Det er derfor udtrykt ved forholdet mellem nettoomsætning og gennemsnitlige netto driftsaktiver. Af nedenstående tabel ses det, at AOH er faldende fra 2006 til 2010. Da ROIC består af overskudsgraden divideret med aktivernes omsætningshastighed, vil et fald i AOH kræve en stigning i OG for at ROIC bliver det samme. Da både AOH og OG fra 2006 til 2010 er faldende, betyder dette en faldende ROIC.

	2006	2007	2008	2009	2010
AOH	0,49	0,42	0,44	0,30	0,29
Overskudsgrad Torm	86,4%	-64,3%	35,5%	11,1%	-7,4%
ROIC	42,2%	-27,2%	15,7%	3,4%	-2,1%

Jeg skrev tidligere i den generiske strategi, at Torm gik efter at være omkostningsleder. Som tidligere analyseret i dette afsnit ligger Torms EBITDA grad lavere end konkurrenten Overseas Shipholding. For at kunne konkurrere som omkostningsleder på dette marked bør Torm derfor have en højere AOH end konkurrenterne. Da salgspriserne på begge markeder er styret af fragt raterne, giver det ikke mening for Torm at fokusere på en differentieringsstrategi da dækningsgraden ikke kan hæves på salgsprisen, idet Torm bør fokusere på er at minimere deres omkostninger og hæve deres AOH i forhold til konkurrenterne.

I gennemsnit fra 2007-2009 havde Overseas Shipholding en omsætningshastighed af aktiver på 0,05. Dvs. Torm ligger markant højere end konkurrenten, og vi kan konkludere at Torm performer et bedre ROIC end Overseas Shipholding.

	2006	2007	2008	2009	2010
AOH Torm tankdivisionen	0,76	0,33	0,34	0,27	0,28
AOH Torm tørlastdivisionen	2,39	1,09	1,43	0,60	0,55

Ser vi igen på de 2 divisioner, har tørlastdivisionen langt højere AOH end tankdivisionen og indikerer at Torm opnår den største ROIC gennem tørlastsegmentet, da også EBITDA graden var højst for dette segment. Nordens AOH fra 2007-2009 var på 0,76, så også her var Torms resultater væsentlig bedre.
Hovedårsagen til Torms faldende AOH er Torms investeringer i skibe og dokningsaktiver. Disse investeringer er fra 2006-2010 steget 2,2 gange, hvorimod omsætningen i samme årsperiode kun er steget 1,4 gange.

Ser vi på omkostningerne, var Torms mål iht. deres "Greater Efficiency Power" at minimere driftsomkostninger med ca. 15% og administrationsomkostningerne med ca. 20%, som forventedes at udgøre en reducering på 50 mio. USD i 2010.

	2006	2007	2008	2009	2010
- Havneomkostninger	100	119	177	146	201
- Afledte finansielle instrumenter vedrørende fragt og bunkers	100	467	-2191	-1928	539
- Charterhyre	100	151	182	208	215
- Driftsomkostninger	100	164	225	218	196
- Administrationsomkostninger	100	199	260	226	226
- Andre driftsindtægter	100	150	147	75	49

Som det fremgår af ovenstående index tabel er driftsomkostningerne minimeret fra index 225 i 2008 til index 196 i 2010, hvilket svarer til en besparelse på 22 mio. USD. Administrationsomkostningerne er faldet fra index 260 i 2008 til index 226 i 2010, hvilket svarer til en besparelse på 11,7 mio. USD. Dvs. en samlet besparelse på USD 33,7 mio., hvilket er lavere end de estimerede USD 50 mio. "Greater Efficiency Power" blev igangsat i slutningen af 2008. Ser man på udviklingen i driftsomkostninger og administrationsomkostninger fra 2007-2010 er der samlet sket en stigning på 34,4 mio. USD, så udgangspunktet for Torms besparelsesprogram har været igangsat på et for Torm gunstigt tidspunkt. Omsætningen er fra 2006-2010 steget med 41%, mens omkostningerne er steget med 106%. Dette forhold er i høj grad påvirket af faldet i fragtraterne, som har mindsket omsætningen men medholdt de høje omkostninger.

I min interne analyse skrev jeg at, Torm havde en operating margin på 5,77% mod et gennemsnit i markedet på 15,27%. Selvom jeg i min reformulerede rentabilitetsanalyse kan konkludere at Torm i gennemsnit har haft en **overskudsgrad** på 12,26%, mener jeg stadig det er problematisk at Torm ikke kan hæve sit operating profit til branche niveau, men skal indhente sine konkurrenters overskudsgrad på non primære indkomster.

3.1.3 Analyse af risiko

Ovenstående rentabilitetsanalyse viser, hvordan Torms udvikling har været i perioden 2006-2010. Den viser hvilke faktorer der har haft indflydelse på ROIC og ROE. For at kunne estimere om de realiserede resultater viser et fornuftigt billede af de fremtidige forventninger, er det nødvendigt at lave en analyse af Torms risiko på de vigtigste nøgletal. Risiciene er opdelt på driftsmæssige risici og finansielle risici.

Driftsmæssig risiko

I den driftsmæssige risikoanalyse vil jeg beskrive risikoen på AOH, OG og valuta risikoen.

AOH-risiko

Den største risiko for Torm vurderer jeg, ligger i om de er i stand til at tilpasse deres nettodriftsaktiver til deres nettoomsætning. Nettoomsætningen er som tidligere beskrevet styret af udbud og efterspørgsel både i tank og tørlast segmentet, dette er styret ved fragtraterne, som i høj grad bestemmer virksomhedens nettoomsætning. Både salgsmængderne, men også salgspriserne, er derfor i høj grad styret af eksterne faktorer, og risikoen for uventede fald/stigninger vurderes at være høje på dette marked. Jeg vurderer ikke at risikoen for konkurrenterne er stor, da Torm er en etableret stor spiller på markedet. Jeg vurderer ikke Torms flåde som værende specialiserede i forhold til resten af markedet, og muligheden for at reducere virksomhedens driftsaktiver (med udgangspunkt i flåden) er dermed tilstede. Dog er de seneste salg af skibe sket med tab i forhold til købspris, men reduceringen er sket. En mulighed for Torm kunne være at

benytte sig af flere time charter skibe, for derved at minimere sine driftsaktiver i flåden, dette kræver selvfølgelig en undersøgelse af påvirkningen på overskudsgraden, falder overskudsgraden hvad der svarer til AOHs stigning er der ingen reel forskel, men risikoen bliver yderligere minimeret ved færre selvejede skibe.

OG-risiko

Da salgspriser og mængder for Torm i høj grad er styret af eksterne forhold er risikoen for overskudsgraden placeret i omkostningerne. Risikoen for omkostningerne afspejles i høj grad af forholdet mellem variable og faste omkostninger. Det er svært at vurdere forholdet hos Torm, men jeg vil mene at de har en stor overvægt af variable omkostninger, hvilket indikerer at Torm kan minimere omkostningerne ved nedgang i omsætningen. Torm har bestillinger for nye skibe til levering i 2012 og 2013, og risikoen for at skibene leveres i en periode hvor udbuddet af fragtvarer er mindre end efterspørgslen vurderes som stor, da der er mange nybygninger på vej til markederne, og den finansielle udvikling måske tager længere tid end forventet. Torm har investeret i nye teknologiske skibe, som man forventer, vil minimere omkostningerne fremad og skabe højere overskudsgrad. Torms omsætning er i høj grad påvirket af prisen på olie, da dette påvirker udbud/efterspørgsels forholdene. Samtidig har Torm selv store omkostninger på olie til skibene, så det vurderes at risikoen for stigninger i olieprisen i nogen grad kan elimineres ved stigning i fragtrater.

Valuta risiko

Tank og tørlastbrancherne er meget styret af den amerikanske dollar. Største delen af Torms omsætning og omkostninger vurderes derfor at være i USD. Valutaspekulanter vurderer for 2011 at USD vil styrkes i forhold til EUR[50]. Risikoen kan minimeres hvis Torm overholder deres interne valuta politik, ved at afdække risikoen af valutakurstab med typisk 1-årige terminskontrakter.

[50] borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/198366/over_100_analytikere_holder_paa_raavarer_i_2011.htm

Finansiel risiko

I den finansielle risikoanalyse vil jeg beskrive risikoen på FGEAR, SPREAD og rente risikoen.

Risiko for FGEAR og SPREAD

Den finansielle gearing har som vist i ovenstående afsnit været positiv gående fra 0,13 til 1,50. Da Torms finansielle gearing er stigende, er Torms finansielle risiko også stigende, da de øgede finansielle forpligtelser vil skabe øget renterisiko og en stigning i de finansielle omkostninger. Som man kan se af nedenstående tabel er forholdet mellem gældsandelen og egenkapitalandelen stigende, hvilket betyder at såfremt Torm vil opnå et egenkapitalsminimum på 30%, som det er nævnt årsregnskabet for 2010, kan det forventes at Torm i 2011 vil lave en kapitalforhøjelse, hvilket vil minimere den finansielle gearing. Torm har ved indgåelsen af deres lån lovet en minimums egenkapitalandel på 25%, hvilket viser, at Torm vil reagere inden egenkapitalgrænsen nås.

	2006	2007	2008	2009	2010
Gældsandel	1,3%	58,0%	54,0%	57,3%	62,6%
Egenkapitalandel	98,7%	42,0%	46,0%	42,7%	37,4%

Den faldende SPREAD indikerer, at de øgede netto finansielle omkostninger vil skabe faldende overskudsgrader og dermed faldende ROIC. Sandsynligheden for en kapitalforhøjelse anser jeg for at være stor, da risikoen ved den høje finansielle gearing ikke afspejles i et højere afkast til ejerne.

Renterisiko

Torms lån med forfald i 2011-2013 på USD 128,1 mio. er alle fastforrentet. Lånene der udløber fra 2014 til 2020 til en værdi af USD 1844,7 mio. er alle med flydende rente, hvilket bærer en større risiko for kurstab. Det fremgår af årsregnskabet for 2010, at nogle af de fremtidige lån er risikosikret ved renteswaps, men Torm har ikke oplyst om størrelsen på, hvad der er dækket af renteswaps. Det vurderes derfor at renterisikoen for Torm er stor, da gældsandelen udgør knap 63%, og 99% af denne gældsdel udgøres af variabel forrentede lån (hvoraf noget er dækket af renteswaps). Torm estimerer i

årsregnskabet for 2010 selv, at en stigning i renteniveau på 1%-point vil give et fald på USD 1 mio.

3.2 Delkonklusion:

Som beskrevet i afgrænsningen, skal der i regnskabsanalysen tages forbehold for, at sammenligningerne mellem Torm og de 2 udvalgte konkurrenter laves ud fra 2 forskellige udregningsmetoder. Torms nøgletal er baseret på en reformulering af årsregnskabet, hvilket de 2 konkurrenters nøgletal ikke er.

Torms økonomiske udvikling de sidste 5 år har i høj grad været nedadgående. Fra 2006-2010 har Torm haft faldende dækningsgrader, EBITDA grader og derfor også faldende overskudsgrader. Årsagen til de faldende dæknings – og EBITDA grader er en gennemsnitlig indekseret omkostningsstigning fra 2006 til 2010 fra 100 til 239 på de direkte omkostninger. Årsagen til faldet i overskudsgraden skal dels findes i stigningen i direkte omkostninger, men det er hovedsageligt de ikke primære aktiviteter, som køb og salg af skibe, handel med aktier samt drift af fællesledede virksomheder, der har påvirket overskudsgraden negativt. EBITDA graden er størst i tørlastdivisionen, derfor bliver dette segment også mere centralt i 2011 jf. Årsrapporten 2010. Torms gennemsnitlige overskudsgrad på 5 års perioden ligger på tanksegmentet lavere end konkurrenternes, hvilket indikerer at Torm har højere omkostninger end konkurrenterne. På tankmarkedet var EBITDA graden dog højere end konkurrentens.

Torm har ligeledes haft faldende AOH fra 2006-2010. Hovedårsagen til Torms faldende AOH er Torms investeringer i skibe og dokningsaktiver. Disse investeringer er fra 2006-2010 steget 2,2 gange, hvorimod omsætningen i samme årsperiode kun er steget 1,4 gange. Torm har dog markant højere AOH end konkurrenterne på begge markeder.

Overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed gjorde tilsammen at Torm opnåede en gennemsnitlig ROIC på 6,4% over 5 årsperioden. Jeg vurderer et gennemsnitligt ROIC på 6,4% over 5 år som værende mindre end hvad virksomheden bør kunne performe.

Virksomheden bør med den teknologiske viden, erfaring og driftsfordele kunne opnå større overskudsgrad og dermed større ROIC.

Den finansielle gearing viser, at Torm fra 2006 til 2010 har øget sine finansielle forpligtelser, primært ved langfristede banklån, hvorimod egenkapitalen har haft nogenlunde samme niveau. Da FGEAR i alle årene har været positiv, er afkastet til ejerne styret af SPREAD. I 2009 og 2010 var SPREAD negativ - samtidig steg FGEAR med 24%, hvilket skaber et større negativt afkast til ejerne i 2009 og 2010. Vi kan se at ROE har været faldende fra 2006 til 2010 (dog med stigning i 2008), hvilket skyldes et fald i totalindkomsten, samtidig med at den finansielle gearing i 2009 og 2010 påvirkede afkastet negativt. Jeg vurderer, at Torm som værende en kapitalintensiv virksomhed, bør have et større ROE, da det må konkluderes at der er forholdsvis store risici forbundet med fremtidig indtjening og fremtidig afvikling af gæld. Ser man på den af Torm estimerede WACC på 8,2%, har Torms ejere fået forrentet deres penge med 16,5%, hvilket vil sige en forrentning på 8,3% efter WACC, hvilket vurderes at gunstigt, men samtidig bør virksomheden kunne præstere et højere niveau sammenlignet med konkurrenterne.
Jeg vurderer den lave egenkapitalandel som værende kritisk faldende.
Det vurderes, at Torms fremtidige omsætningsvækst og overskudsgrad har delvist udgangspunkt i de strategiske tiltag der blev gjort under finanskrisen. Jeg tror, at investeringen i nye skibe, udskiftningen i ledelsen samt Torms investering og samarbejde gennem firmaet FR8 vil kunne føre fremtidige højere overskudsgrader.

4 Budgettering

4.1 Budget forudsætninger for værdiansættelsen

4.1.1 Budgetperiode / Konkurrencefordelsperiode

Valget for min fastlæggelse af en budgetperiode på 10 år skyldes, at jeg mener det er muligt at fastlægge de forskellige driftsaktivers udvikling og afkast over denne periode. Efter 10 års perioden forventes der steady state vækst i terminalperioden. Jeg vurderer, at branchen for tankfragt er så påvirket af de makroøkonomiske forhold i verden, at en 5 års periode ville være for kort til at se virksomhedens fulde potentiale.

Torm har siden 2008 været hårdt ramt af finanskrisen, hvilket har betydet faldende nettoomsætning og kraftigt faldende ROIC. Dette betyder, at den globale økonomis reetablering har en væsentlig betydning for budgetteringen af Torms fremtidige overskudsgrader. I min budgettering har jeg taget udgangspunkt i, at den globale økonomi igen kommer i gang ved udgangen af 2012, og herefter er stødt voksende frem til 2020. En anden makroøkonomisk faktor der på 10 års perioden kommer til at spille en stor rolle, forudsiger jeg, bliver olieimporten hos henholdsvis Indien og Kina. I Indien tror jeg væksten i olieimport vil stige stærkt allerede fra omkring 2015, hvorimod Kina forventes at nå et steady state omkring 2015.
En af begrænsningerne ved en fremtidig budgetteringsperiode på 10 år er, at mit udgangspunkt består i en 5-årig analyse af virksomhedens regnskabsudvikling. Da 3 af disse år var stærkt påvirket af finanskrisen, viser de historiske data ikke den fulde version af Torms mulige potentiale. En af farerne ved at estimere ud fra en 10-års periode er nogle landes mangel på olie. Som tidligere beskrevet er f.eks. USA nødt til på en 10-årig periode, at ændre deres egen produktion og øge importen af olie. Dette vil påvirke markedet, men med rimelighed indenfor 10 år.

Konkurrencefordelsperioden angiver det antal af år, hvor Torms afkast fra den investerede kapital (ROIC) er større end de samlede kapitalomkostninger (WACC). Disse år vil medføre, at Torm skaber værdi for deres aktionærer. Konkurrencefordelsperioden er for Torm fra året 2014 og fremefter.

4.1.2 Salgsvækst for tank og tørlastområdet

Salgsvæksten er for 2011 budgetteret til en stigning på 6,4% på tankmarkedet og en stigning på 7,0% på tørlastmarkedet.
Som tidligere beskrevet i PEST analysen spår IMF, at væksten i udviklingslandene for 2011 er 6,4% på tankmarkedet. Det er især Kinas efterspørgsel efter olie der skal hæve Torms salg i 2011. I budgetteringen er der derfor indregnet en salgsvækst på 6,4% forventet markedsvækst, da det vurderes sandsynligt, at Torm med sine investeringer under finanskrisen satser på en hurtig tilbagevending af markedsandele og derfor vil være

aggressiv nok til at vækste i samme grad som markedet. Jeg forventer, at salgsvæksten vil toppe i 2013 med 10%, hvorefter væksten vil falde på tankmarkedet. Den gennemsnitlige salgsvækst for tankmarkedet vurderes på 10 års perioden at være 6,24%. I min konkurrenceanalyse skrev jeg, at den årlige vækstrate fra 2005-2009 i branchen for olie og gas havde været 20,58%. Jeg forventer, en langt mindre stigning for Torm da finanskrisen de første par år vil føre til lavere vækstrater.
Tørlastmarkedet spås en stigning på 7% i 2011, hvilket også spås som salgsvækst for Torm, idet Torm i 2011 forventes at kunne opnå hurtig vækst gennem intensivering på dette område, samt at Torms markant mindre omsætning på tørlastmarkedet bør kunne hæves hurtigere. De 7% er alene stigningen som Kina spås, hvorfor en højere %tuel stigning er mulig. I 2012 og 2013 forventes stigninger på 16% og 12%. Disse er følger af Torms forventede højere engagement på tørlastmarkedet, sammenholdt med økonomiens styrkelse. Den gennemsnitlige salgsvækst på 10-års perioden for tørlastmarkedet vurderes at være 7,5%.
Muligheden for højere nettoomsætning for Torm på både tank og tørlast området afhænger af 2 faktorer udover væksten i salget:
Fragtraternes udvikling samt efterspørgslen efter olie og tørlastprodukter (som i høj grad også påvirkes af antallet af nye fragtskibe).

På tankmarkedet forventer Torm en bedring af fragtraterne set i forhold til 2009 og 2010, hvilket synes muligt, da den globale økonomis situation gradvis forbedres. Ser man på udviklingen i fragtraterne var de i gennemsnit for produkttankere i 2008 44.000 USD/pr dag, i 2009 18.000 USD/pr dag og i 2010 19.000 USD/pr dag. Torm har ikke offentliggjort deres forventninger til fragtraterne for 2011, men skitserer i deres årsrapport for 2011, at en stigning eller et fald på 1000 USD/pr dag vil medføre en samlet stigning/fald på 31 mio. USD. Dette viser afhængigheden af fragtraternes udvikling.
Efterspørgslen efter olie og tørlastprodukter forventer jeg vil være stigende frem til 2020. Efterspørgslen fra Indien samt de asiatiske lande vil overstige faldet i det europæiske forbrug, hvis nedgang skyldes investeringer og brug af andre energi ressourcer end olie. Det er indrettet i budgettet at der forventes mange nye skibe i 2011 og fremefter. Der er stor usikkerhed i branchen om hvorvidt de store leveringer i 2012 og 2013 vil kunne

matche udbuddet af fragtopgaver eller om fragtraterne igen vil falde pga. for stor efterspørgsel på opgaver fra fragt virksomhederne.

På tørlastmarkedet forventer Torm ifølge årsregnskabet 2010, at fragtraterne i 2011 vil blive negativt påvirket fordi fragtselskabernes efterspørgsel efter tørlastfragt vil stige. På trods af forventede faldende fragtrater estimerer jeg stadig en stigning i nettoomsætningen for 2011 på 7%, grundet Torms øgede engagement, da jeg mener Torm med øget fokus på markedet, kan udvikle sine forhold til deres nuværende kunder til et højere niveau.

Ifølge mit estimat opnår Torm først i 2015 den omsætningsstørrelse som selskabet havde i 2008 inden finanskrisen. Torms salg af fragtskibe er ikke medregnet som omsætning, men er gennemsnitligt indkalkuleret i overskudsgraden.

Terminalvæksten er meget betydningsfuld ved budgettering, da den udgør nutidsværdien af de pengestrømme der måtte forfalde efter budgetperioden. Jeg har valgt, at budgettere terminalvæksten til 4% både for tank og tørlastsegmentet, da jeg mener at branchen med rimelighed vil kunne opfylde dette mål.

4.1.3 Omkostninger

Forventninger til omkostningerne for 2011 er en generel stigning. Stigningen er et udtryk for den globale økonomis vækst, som skaber stigende efterspørgsel og deraf stigende priser på mange af Torms omkostninger. Havneomkostningerne forventer jeg i 2011 vil stige som et resultat af øget transport aktivitet i havnene. Af Torms årsregnskab for 2010 fremgår det, at antallet af havnedage var stigende pga. øget trafik i havnene. Dette må forventes yderligere stigende i 2011, da efterspørgslen efter olie stiger og heraf aktiviteterne i havnene, hvilket må forventes at medføre højere havnepriser. Der var ved udgangen af 2010 nybygningsordrer på 306 skibe[51] til levering i 2011-2013, dette vil

[51] Ifølge Torms årsregnskab 2010 side 17

yderligere forstærke presset på havnene som nogle steder ikke er vokset i samme grad som skibsfragtmarkedet.

Bunkeromkostningerne[52] forventes i 2011 at stige grundet højere priser på olie. Uroligheder i Afrika (særligt i Libyen) har forårsaget store stigninger i oliepriserne. Det betyder stigende omkostninger for Torm. I budgetteringen er dog indregnet, at Torm, ligesom konkurrenten Mærsk, i højere grad vil benytte sig af "slow steaming"[53] og på denne måde minimere stigningerne i bunkeromkostningerne, men stigningen vurderes at være uundgåelig.

Charter omkostningerne (bemandingsomkostningerne) er estimeret som værende stigende fra 2011. Historisk set har der fra 2007 til 2010 være en stor stigning indenfor denne omkostning, hvor der må forventes yderligere stigninger i fremtiden. Såfremt Torm fremtidigt i højere grad vil benytte sig af "slow steaming" vil dette yderligere hæve bemandingsomkostninger, da den langsommere fart vil skabe en højere efterspørgsel på fragtskibe, som vil indebære en investering fra Torm i flere skibe. Flere skibe vil medføre mere mandskab – hvilket vil øge charter omkostningerne (men formentlig reducere bunkeromkostningerne i højere grad). De flere havnedage vil fremtidigt også medføre stigende charter omkostninger.

De operative driftsomkostninger vurderes for 2011 at være stagnerende, da de er et led i virksomhedens "Greater Efficiency Power". Det vurderes, at Torms investering i driftseffektiviseringer under finanskrisen er gjort med et langsigtet strategisk formål, så Torm fremover kan holde/yderligere minimere det niveau der blev lagt for driftsomkostninger i 2010 (selvfølgelig sammenlignet med omsætningen som forhold).

De administrative omkostninger forventes fremover at blive minimeret, da udskiftelsen af ledelsen ikke forventes gentaget i de kommende år.

---

[52] Brændstofomkostningerne
[53] Slow steaming betyder, at skibene sejler langsommere, hvilket minimerer bunkeromkostningerne.

I bilagene til budgetteringen er omkostninger ikke budgetteret enkeltvis, men de fremtidige overvejelser er medtænkt i overskudsgraden.

4.1.4 Overskudsgraden tank og tørlast

Overskudsgraden for tankmarkedet er i 2011 budgetteret til -8%. Torm forventer ifølge årsregnskabet 2010 selv et underskud på mellem 100-125 mio. USD, hvilket vil være et bedre resultat end 2010. Med den budgetterede overskudsgrad i opgaven på -8%, vil Torm ligeledes forbedre deres totalindkomst fra driften efter skat i forhold til 2010. Torm havde ved udgangen af 2009 31% af indtjeningsdagene for 2010 for tankdivisionen dækket. Ved udgangen af 2010 var kun 16% dækket for 2011. Denne væsentlig lavere dækning vurderer jeg er et valg man har truffet hos Torm, at man ikke vil binde sig til lavere fragtrater end man forventer at kunne opnå i 2011. Valget er selvfølgelig meget risikofyldt, da Torm risikerer at have dage med skibe uden last. Det er budgetteret, at Torm på tankmarkedet først vil opnå overskud i 2013, da jeg for alvor tror at markedet vil vende i 2012. Derfor er overskudsgraden for 2013 estimeret til 10%, hvilket er et højt spring fra 2012. At overskudsgraden i 2012 vil være -2% er budgetteret ud fra forventede højere fragtrater – samt at antallet af dage med fragt vil stige som følge af "slow steaming" samt de øgede havnedage. Det er derfor inkluderet i budgetteringen, at den marginale fortjeneste i 2012 på fragtraten er vokset, så Torm vil tjene flere penge pr. fragtdag end i 2011. Det forventes også, at de strategiske investeringer som Torm har lavet under finanskrisen, udskiftning af ledelsen, investering i nye skibe, opkøbet af FR8, vil danne grundlag for et endnu højere afkastsniveau end den historiske 5 årige regnskabsanalyse har vist. Den gennemsnitlige overskudsgrad er for 10-års perioden budgetteret til 16,0%. Dette er en stigning ift. Regnskabsanalysen for 2006-2010 på knap 4%. Da regnskabsanalysens periode er stærkt påvirket af finanskrisens indtræf vurderes det at være muligt for Torm at hæve overskudsgraden i en 10-års periode, der ikke estimeres at blive ramt af en ny finanskrise. Den generelle overskudsgrad på markedet skrev jeg i min interne analyse var 15,3%, hvilket fremtidigt vil indikere, at Torm over en 10 årig periode vil være bedre til at tjene penge end konkurrenterne (på tankmarkedet).

Overskudsgraden på tørlastmarkedet er i 2011 budgetteret til 5% - hvilket vil være et fald i overskudsgraden fra 2010 påvirket af faldende fragtrater i 2011. Til gengæld vil den budgetterede høje salgsvækst kunne øge overskuddet i USD. Den gennemsnitlige overskudsgrad på tørlastmarkedet er budgetteret til 22,3%, hvilket vil medføre, at Torms samlede overskudsgrad vil blive ca. 19%.

Terminalværdien af overskudsgraden er budgetteret til 24% på tankmarkedet og 31% på tørlastmarkedet. Det er naturligvis svært at vurdere hvordan markedet er efter 10 år, men jeg tror på at Torm kan holde deres overskudsgrader på dette niveau fremtidigt.

4.1.5 AOH tank og tørlast

Aktivernes omsætningshastighed er for tankmarkedet budgetteret til et gennemsnit på 10 års perioden på 0,42. Set i forhold til den 5 årige regnskabsperiode er det en gennemsnitlig forbedring på 0,03. Jeg tror på, at Torm kan fastholde sin høje omsætningshastighed i fremtiden, såfremt Torm bliver ved med at videreudvikle sine skibe og tilpasse sine aktiver til markedet.
Aktivernes omsætningshastighed på tørlastmarkedet er budgetteret til et gennemsnit på 10 års perioden på 1,21 hvilket er det samme som i regnskabsanalysen.
Torm forventes i fremtiden at investere i nye skibe, både til tank og til tørlastmarkedet. Derfor er der budgetteret med en stigning i nettodriftsaktiverne på 71%. Fra regnskabsanalysen kan vi se driftsaktiverne har været meget stigende fra 2006 til 2010, derfor forventes der yderligere stigninger i fremtiden. Såfremt overskudsgraden bliver som budgetteret vil der ikke være behov for yderligere kapitaltilførsel, da overskuddet vil kunne dække de nye investeringer.

4.2 Delkonklusion

Ud fra ovenstående budgetteringsanalyse vurderes det, at Torms fremtidige omsætningsvækst og overskudsgrad, for den 10 årige budgetteringsperiode, har delvist udgangspunkt i de strategiske tiltag der blev gjort under finanskrisen. Jeg tror, at

investeringen i nye skibe, udskiftningen i ledelsen samt Torms investering og samarbejde gennem firmaet FR8 vil kunne føre til de fremtidige stadier som er anført i budgetteringsanalysen. Dog vurderes det også, at både tørlast som tankbranchen er så præget af de makroøkonomiske udbud/efterspørgsels faktorer, så markedskonjunkturerne har størstedelen af betydningen for Torms fremtidige omsætningsvækst og overskudsgrader. Jeg mener, at Torms interne effektiviseringer såfremt de kan holdes på samme/minimeret niveau, vil kunne lede Torm til en profit der er højere end det generelle marked. Om det er nok til at nå visionen om at være den mest profitable virksomhed er nok tvivlsomt.

5 Værdiansættelse af D/S Torm

De fremtidige indtjeningsmuligheder for Torm har jeg budgetteret på baggrund af mine strategiske analyser samt regnskabsanalysen af Torms historiske finansielle udvikling over en 5-års periode. Budgetteringen er foretaget med henblik på at kunne vise de forventede fremtidige cash flows, som jeg i forbindelse med selve værdiansættelsen tilbagediskonterer ved hjælp af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC).

5.1 Beregning af WACC

WACC eller Weighted Average Costs of Capital er et udtryk for det forventede afkast på den investerede kapital. Samtidig benyttes WACC som diskonteringsfaktor, når de fremtidige cash flows tilbagediskonteres til nutidsværdien, da dette i DCF modellen leder til virksomhedens værdi. WACC indgår også som faktor i residual indkomst modellen, hvor den definerer, at først når det forventede overskud (ROIC) har nået en størrelse så det overstiger ejernes krav til afkast af deres investerede kapital, vil der være skabt en værdiforøgelse. Jeg har som nævnt i min afgrænsning valgt at udregne WACC uden indregning af skatteskjold, da Torm er indtrådt i tonnageskatteloven, og derfor ikke har samme skattemæssige regler.

WACC udregnes som: (EKA * EKO) + (FKA * FKO)

EKA = Egenkapitalandelen
EKO = Egenkapitalomkostningen (Ejernes afkastkrav)

FKA = Fremmedkapitalandelen
FKO = Fremmedkapitalomkostningen

Ved udregning af WACC bør en konstant kapitalstruktur anvendes, derfor er det væsentligt om den anvendte kapitalstruktur afspejles i virksomhedens langsigtede kapitalstruktur. Ifølge årsregnskabet er Torms politik omkring kapitalstrukturen, at opretholde en egenkapitalandel på over 30%. Torm har i deres låneaftaler indgået aftale om, at Torm skal have en egenkapitalandel på mindst 25%, hvorfor det må antages at Torms fremtidige forventede kapitalstruktur må være uændret, og jeg vil derfor i min udregning tage udgangspunkt i kapitalstrukturen som den var ved årsafslutningen 2010.

5.1.1 Kapitalstrukturen

Kapitalstrukturen kan udregnes ud fra balancen pr. 31-12-2010. Forholdet mellem egenkapitalen og de netto finansielle forpligtelser + egenkapitalen viser, at egenkapitalandelen udgør 37%, samt at fremmedkapitalandelen udgør 63%.

5.1.2 Egenkapitalomkostningen

Egenkapitalomkostningen (ejernes afkastkrav) udregnes som:
Risikofri rente + (Markedsrisiko præmien * BETA værdien).

Den risikofri rente bestemmes ud fra den 10-årige obligationsrente på statsobligationer. Ifølge Danmarks Nationalbank udgør denne risiko rentes værdi derfor 2,981%[54] i 2010. Markedsrisiko præmien er udtryk for det ekstra tillæg som investoren kræver for at ville investere i aktien kontra at placere sine penge i en risikofri rente med den tilsvarende

[54] http://nationalbanken.statistikbank.dk/nbf/98227

varighed. Der er mange forskellige holdninger til denne værdi, da individuelle betragtninger kan påvirke præmien. Jeg har derfor valgt, at min markedsrisiko præmie skal tage udgangspunkt i en global undersøgelse af fastsættelsen af præmien. Ifølge en undersøgelse lavet af PWC[55], anvender respondenterne af undersøgelsen en markedsrisiko præmie i intervallet 4,0% til 7,2%. Den gennemsnitlige markedsrisiko præmie var i 2009 4,9%. I 2009 var finanskrisen effektueret i markedet, og det vurderes derfor at en markedsrisiko præmie på 4,9% stadig er retvisende i 2010. Ifølge en undersøgelse lavet af Pablo Fernandez og Javier Baonza[56] estimerede de i 2010 en risikopræmie i Europa på 5,0%, hvilket bekræfter niveauet fra PWC på 4,9% - som vil blive benyttet i min udregning af egenkapitalomkostningen.

Beta-værdien for en aktie udtrykker risikoen ved aktien, samt hvor meget aktien forventes at blive påvirket ved udsving i markedet. En beta værdi på over 1 betyder, at aktien forventes at reagere kraftigere end selve markedet, ved svingende stigninger eller fald i markedet. Derimod forventes aktien at reagere mindre kraftigt end markedet når beta-værdien er under 1. Beta for Torm viser den systematiske risiko på Torm, og indikerer således den risiko der ikke kan bortdiversificeres ved risikospredning. Jo højere beta, jo højere afkast vil ejerne kræve for at påtage sig risikoen ved Torms aktie.

Jeg har valgt at tage udgangspunkt i beta værdien for Torm oplyst fra Reuters.com. Beta værdien vil jeg herefter sammenligne med konkurrenten Overseas Shipholding samt sammenligne med beta for den industrielle sektor.

Torms beta værdi var pr. 10-03-2011 1,24. Den industrielle sektors beta værdi var på 1,07, hvilket indikerer, at risikoen ved at investere i Torm er højere end den industrielle sektor. Overseas Shipholding som jeg også sammenlignede Torm med i regnskabsanalysen, har en beta værdi på 1,34, hvilket indikerer, at Torm har mindre risiko end denne konkurrent. På baggrund af en common sense analyse af Torms beta værdi, vurderes det at Torms driftsmæssige risiko er høj, den finansielle risiko er neutral

[55] http://www.pwc.com/da_DK/dk/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf
[56] http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1609563

og den samlede risiko er høj – hvilket hænger godt sammen med risikoanalysen foretaget i rentabilitetsanalysen, samt den strategiske analyse hvor det blev fastslået at Torm var ekstremt konjunkturfølsom.

Efter fastsættelsen af den risiko frie rente, markedets risikopræmie samt Torms beta værdi, er det nu muligt at gennemføre beregningen af egenkapitalomkostningen (ejernes afkastkrav). Formlen for egenkapitalomkostningen tager udgangspunkt i Capital Asset Pricing Model (CAPM) og har følgende formel:

CAPM = Risikofri rente + (Markedsrisiko præmien * BETA værdien).
CAPM = 2,981% + (4,9% * 1,24)
Egenkapitalomkostningen = 9,06%

5.1.3 Fremmedkapitalomkostningen

Fremmedkapitalomkostningen påvirker ligeledes WACC'en, da omkostningen på fremmedkapital også er risikofyldt og skal belønnes hos investor.
Fremmedkapitalomkostningen udregnes som:

Den risikofri rente + et selskabsspecifikt risikotillæg.

Som den risikofrie rente benyttes igen den 10-årige obligationsrente på statsobligationer.

Som et selskabsspecifikt risikotillæg til fremmedkapitalen har jeg valgt at tage udgangspunkt i Torms effektive rente på deres fastforrentede prioritetslån. Den fastforrentede lånerente er aftalt til 4,4%. Det har stor betydning for udregningen af WACC hvad der vælges af tillæg, en anden mulighed kunne være at vælge den gennemsnitlige effektive rente både på fastforrentede lån men også på de variable lån. Denne værdi ville så blive 2,3%. Jeg vælger at udregne WACC med et risikotillæg på 4,4%, da usikkerheden med de variabelt forrentede lån er til stede.

Fremmedkapitalomkostningen = Den risikofri rente + et selskabsspecifikt risikotillæg.

Fremmedkapitalomkostningen = 2,981% + 4,4%

Fremmedkapitalomkostningen = 7,38%

Beregning af WACC

Beregningen af WACC kan nu udtrykkes som: (EKA * EKO) + (FKA * FKO)

WACC = (37% * 9,06%) + (63% * 7,38%)

WACC = 8,00%

Torm udregner i deres årsregnskab for 2010 selv WACC til værende 8,2%, hvilket må vurderes som et realistisk estimat, set i forhold til mine valg til udregning af WACC.

5.2 Værdiansættelse

5.2.1 Cash flow modellen (FCFF)

Jeg har valgt at benytte DCF (Discounted Cash Flow) modellen (i opgaven kaldet FCFF) til at tilbagediskontere det frie cash flow. På den måde opnås værdien af virksomheden, som fratrukket de nettofinansielle forpligtelser viser værdien af egenkapitalen, hvorefter Torms aktiekurs kan beregnes. Modellen udregnes som følgende:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFF}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_0$$

Et af de betydningsfulde valg jeg har gjort ved værdiansættelsen er budgetteringen af terminalværdien. Terminalværdien er udgangspunkt for alt det der sker efter budgetperioden, dvs. efter de budgetterede 10 år. Terminalværdien vægter derfor en stor

del af den beregnede virksomhedsværdi, og kræver derfor et grundigt budgetteringsarbejde, omend det er vanskeligt at forudsige fremtiden efter 10 år.

5.2.2 Residual indkomst modellen (RIDO)

RIDO modellen har samme budgettering og data som udgangspunkt som DCF modellen. RIDO modellen beregner virksomhedsværdien ved tilbagediskontering af residual indkomsten dvs. Totalindkomsten fra driften fratrukket WACC af nettodriftsaktiverne. Det giver en ny årlig værdi af virksomheden, men samme værdi som DCF modellen af egenkapitalen.

En af de store fordele ved RIDO modellen er, at den til forskel fra DCF modellen, ikke medtager så stor en terminalværdi og udsvingene er derfor ikke så påvirkede af væksten efter år 10.

D/S Torm	USD 1000		FCFF	RIDO
PV FCFF ultimo 2010 (2011-2020)	1.282.397,61		1.282.397,61	
PV RIDO ultimo 2010 (2011-2020)	-87.088,64			(87.088,64)
TV FCFF ultimo 2010	3.133.710,43		3.133.710,43	
TV RIDO ultimo 2010	1.522.170,68			1.522.170,68
Nettodriftsaktiver (NDA)	2.981.026,00			2.981.026,00
Nettofinansielle forpligtelser	1.994.668,00		1.994.668,00	1.994.668,00
Enterprise value FCFF	4.416.108,04			
Enterprise value RIDO	4.416.108,04			
Equity value FCFF ultimo 2010	2.421.440,04		2.421.440,04	2.421.440,04
Equity value RIDO ultimo 2010	2.421.440,04			

Ovenstående figur viser værdiansættelsen af D/S Torm pr. 10 marts 2011, ud fra FCFF modellen og fra residual indkomst modellen. Ved hjælp af mine budgetforudsætninger er der lavet et proforma regnskab, som sammen med den beregnede WACC kommer frem

til at Torms egenkapital udgør USD 2,4 mia., hvilket med et total antal aktier på 72.800.000 resulterer i en kursværdi på DKK 33,26 pr. aktie.
Efter ovenstående udregning af den estimerede aktieværdi er det nu muligt at sammenligne den beregnede kursværdi med den officielle slutkurs for Torm aktien pr. 10-03-2011.

Beregnede kursværdi for D/S Torm pr. 10. marts 2011	33,26
Officiel slutkurs for D/S Torm pr. 10. marts 2011	30,80
Forskellen mellem den beregnede kursværdi og den officielle	2,46

Af ovenstående tabel fremgår det, at den officielle slutkurs for D/S Torm er undervurderet i forhold til den beregnede slutkurs med DKK 2,46.
Grunden til denne undervurdering af Torm aktien kan skyldes usikkerheden omkring Torms kapitalstruktur, hvis egenkapitalandelen skal øges skal der udstedes flere aktier, som vil resultere i en lavere kurs værdi. En anden effekt er selvfølgelig at mine udregninger har begrænsede muligheder for information, hvorimod børsmarkedet har væsentligt større information og derfor kan estimere på et højere vidensgrundlag. Jeg vurderer dog også, at mine budgetterede forventninger til Torm over de næste 10 år, er højere grundet Torms investeringer under krisen. Jeg forventer, at investeringerne i FR8, nye skibe og udskiftningen af ledelsen vil have en stor påvirkning af Torms fremtidige indtjening. Af nedenstående aktieanalyser af Torm kan man se, at der er stor variation i værdiansættelsen. Værdiansættelsen af Nordea og Danske Bank som begge er offentliggjort efter Torms offentliggjorte regnskab viser en forskel på 12 kr. pr. aktie, hvilket må siges at være højt. Min estimering på 33,26 vurderes derfor ikke at være helt skæv, set i forhold til gennemsnittet af de 4 analyser.

23-03-2011	First Securities	34,91
11-03-2011	Nordea	32,00
11-03-2011	Danske Bank	20,00
10-02-2011	Jyske Bank	42,00
	Gennemsnit	32,23

Forskellen mellem opgavens beregnede slutkurs, den officielle slutkurs samt bankernes analyse, skyldes formentlig også forskellige forudsætninger for beregningen af WACC. Jeg har derfor valgt at lave en følsomhedsanalyse på hvad en stigning i den risiko frie rente og beta værdien ville betyde for WACC og deraf den nye beregnede slutkurs.

5.3 Følsomhedsanalyse

Ændringer i beta værdien eller den risiko fri rente vil have store betydninger for ejernes afkastkrav, som derefter vil påvirke WACC. I nedenstående tabel er vist hvordan udsving i den risikofri rente fra 2,50% til 4,25% påvirker WACC'en, og hvordan udsving i beta værdien fra 1,15 til 1,22 påvirker WACC'en.

Ændring i WACC	Beta							
Risikofri rente	1,19	1,2	1,21	1,22	1,23	1,24	1,25	1,26
2,50%	7,43%	7,45%	7,47%	7,48%	7,50%	7,52%	7,54%	7,56%
2,75%	7,68%	7,70%	7,72%	7,73%	7,75%	7,77%	7,79%	7,81%
3,00%	7,93%	7,95%	7,97%	7,98%	8,00%	**8,02%**	8,04%	8,06%
3,25%	8,18%	8,20%	8,22%	8,23%	8,25%	8,27%	8,29%	8,31%
3,50%	8,43%	8,45%	8,47%	8,48%	8,50%	8,52%	8,54%	8,56%
3,75%	8,68%	8,70%	8,72%	8,73%	8,75%	8,77%	8,79%	8,81%
4,00%	8,93%	8,95%	8,97%	8,98%	9,00%	9,02%	9,04%	9,06%
4,25%	9,18%	9,20%	9,22%	9,23%	9,25%	9,27%	9,29%	9,31%
Ny beregnet slutkurs								
	Beta							
Risikofri rente	1,19	1,20	1,21	1,22	1,23	1,24	1,25	1,26
2,50%	45,06	44,62	44,40	43,97	43,55	43,13	42,72	42,51
2,75%	39,94	39,57	39,38	39,01	38,64	38,28	37,92	37,74
3,00%	35,50	35,17	35,01	34,68	34,36	**34,04**	33,73	33,57
3,25%	31,61	31,32	31,17	30,89	30,60	30,32	30,04	29,91
3,50%	28,17	27,91	27,78	27,53	27,27	27,02	26,78	26,65
3,75%	25,11	24,87	24,76	24,53	24,31	24,08	23,86	23,75
4,00%	22,36	22,16	22,05	21,85	21,65	21,45	21,25	21,15
4,25%	19,90	19,71	19,62	19,43	19,25	19,07	18,89	18,80

Det fremgår, at hvis den risikofri rente stiger til 4,25% og beta stiger til 1,26, så vil WACC'en stige til 9,31%, hvilket vil lede til en faldende aktieværdi på DKK 18,80 pr.

styk. Faldet skyldes at afkastkravet bliver større, hvorved ROIC er nød til at præstere højere for at udligne stigningen i afkastkravet. Til gengæld kan man også se, at der ved en lavere beta værdi ved den samme risikofri rente er muligheder for at Torm er væsentligt undervurderet. Følsomhedsanalysen viser, at ved minimale ændringer i den risikofri rente vil den beregnede slutkurs ændres meget – hvilket gør analysen og værdiansættelsen meget følsom.

5.4 Upside og downside scenarier

Jeg har valgt at lave et upside og et downside scenarie for proforma regnskabet for Torm. Grunden til at jeg har valgt at vurdere disse 2 scenarier er for at vise hvad betydning det kan have for aktieværdien, hvis Torms overskudsgrad falder/stiger med 1%, samtidig med at aktivernes omsætningshastighed falder/stiger med 0,02. Med de voldsomme fald og stigninger vi har set i fragtraterne i 2010, er det ikke utænkeligt at overskudsgraden kan variere med 1% (pr. år) - og effekten af 1% kan have store konsekvenser for Torm.

Scenarie analyse

	Worst case	**Base case**	**Best case**
Equity value FCFF ultimo 2010 (USD i 1000)	1.932.219	2.421.440	2.891.248

Følsomhedsanalyse med udgangspunkt i base case

Ændring i overskudsgraden for begge markeder	**- 1%**	**Base case**	**+ 1%**
Omsætningsvækst tankmarkedet (2011)	6,40%	6,40%	6,40%
Omsætningsvækst tørlastmarkedet (2011)	7,00%	7,00%	7,00%
Overskudsgrad (OG) tankmarkedet (2011)	-9,00%	-8,00%	-7,00%
Overskudsgrad (OG) tørlastmarkedet (2011)	4,00%	5,00%	6,00%
Ændring i AOH	**- 0,02**		**+ 0,02**
Aktivernes omsætningshastighed (AOH) tankmarkedet	0,40	0,42	0,44
Aktivernes omsætningshastighed (AOH) tørlastmarkedet	1,19	1,21	1,23

Værdien af aktien udregnet ved en fuld værdiansættelse efter samme principper som beregnede værdiansættelse.	26,54	33,26	39,71

Base case analysen viser den samme egenkapital og beregnede værdi af Torm aktien som angivet i den beregnede værdiansættelsen. Derimod viser worst case scenariet, at et fald på 1% i overskudsgraden, samt et fald i AOH på -0,02 vil lede til et fald på 6,72 pr. aktie. Dvs. i worst case scenariet er den officielle værdi af Torm aktien nu overvurderet. Modsat kan vi se i best case scenariet, hvor Torm aktien er steget med 6,45 pr. aktie. Det betyder at aktien i forhold til den officielle kurs på 30,8, nu er væsentlig undervurderet.

5.5 Delkonklusion

Min vurdering af værdiansættelsen er, at Torms investeringer under finanskrisen har givet Torm strategiske muligheder, som ikke endnu er afspejlet i børsværdien for Torm. Ifølge min budgettering burde Torms beregnede slutkurs være 33,26 kr. pr. aktie, men den officielle kurs er 2,46 kr. pr. aktie lavere. Tager man udgangspunkt i gennemsnittet af de 4 bankanalyser af Torm, vurderes de strategiske investeringer gjort af Torm dog som værende "næsten" afspejlet i aktieværdien, med en forskel på 1 kr. pr. aktie.
Den estimerede WACC blev udregnet til 8%. Følsomhedsanalysen viser dog, at værdiansættelsen er meget påvirket af netop ændringer i WACC'en. En ændring på -0,25% i den risikofri rente ville betyde en estimeret aktieværdi på ca. 38,28 – dvs. en stigning på 5 kr. pr. aktie.
Min scenarieanalyse viser, at ved worst case scenariet med et fald på 1% i overskudsgraden, samt et fald i AOH på -0,02, vil lede til et fald i aktiekursen på 6,72 pr. aktie. Dvs. i worst case scenariet er den officielle værdi af Torm aktien nu overvurderet. Modsat kan vi se i best case scenariet, hvor Torm aktien er steget med 6,45 pr. aktie. Det betyder at aktien i forhold til den officielle kurs på 30,8, nu er væsentlig undervurderet.
Efter den strategiske analyse af Torm viser værdiansættelsen hvor skrøbelig Torm som virksomhed er overfor omverdens faktorerne. Udbud/efterspørgsels forholdet kunne vi se af regnskabsanalysen, kan nemt skabe ændringer i f.eks. overskudsgraden på 1%, hvilket viser hvor afhængig Torm er af de globale konjunkturer. Min konklusion er dog stadig, at Torms investeringer under finanskrisen ikke er afspejlet i kursværdien, men at der er stort potentialet for fremtiden, samt at afvigelsen i den beregnede slutkurs fra den officielle slutkurs med Torms følsomheder vurderes at være meget lille.

6 Samlet konklusion

Torm har opereret på tankfragtmarkedet siden 1889 – og har i langt størstedelen af disse år klaret sig rigtig godt. Torm opererer på 2 forskellige fragtmarkeder, transport af olie fra olieraffinaderierne til havne samt transport af tørlast produkter fra produktionen til havnen nær slutdestinationen. Torms fordeling af omsætningen viser, at ca. 83% af driftsomsætningen vedrører tankdivisionen, og de resterende 17% vedrører tørlastdivisionen.

Torms fremtidige strategiske muligheder er i høj grad blevet påvirket af den finansielle krise. Både tank og tørlastsegmentet blev ramt ekstremt hårdt af de faldende fragtrater under finanskrisen, som medførte faldende indtjening. De faldende fragtrater var som beskrevet i PESTEL analysen et resultat af de makroøkonomiske faktorers regulering af forholdet mellem udbud/efterspørgsel. Men reguleringen af disse forhold burde jo ramme markedssektoren generelt, og ikke Torm hårdere end de andre? En stor del af forklaringen mener jeg ligger i Torms interne svagheder. Fra den interne analyse kan man se, at manglen på intern effektivisering har resulteret i faldende indtjeningsevne. Derudover er det ikke lykkedes for Torm at være aggressive nok til at øge markedsandelene i finanskrisen, hvilket må have været målet med de yderligere investeringer i nye skibe. Jeg vurderer, at den uro der har været omkring ledelses udskiftningen fra 2008 til 2010 også har påvirket Torms præstation negativt. 3 forskellige ledere på 2 år må alt andet lige have mindsket kontinuiteten i Torms strategiske formåen, hvilket kan have haft påvirkning på virksomhedens interne og eksterne samarbejdspartnere. Samtidig vurderes det, at udskiftningen kom på et tidspunkt hvor Torm i forvejen var i krise, hvilket betyder at Jacob Meldgaard kommer ind hvor krisen begynder at ende, og at han dermed kan føre Torm på rette kurs igen. Det er vigtigt, at forståelsen for virksomhedens vision og ledelse mellem den græske ejer og ledelsen er ens, hvilket menes at have været årsagen til afskedigelsen af den forhenværende direktør og ansættelsen af Jacob Meldgaard. Denne optimering vurderer jeg som en stor gevinst for Torm i deres fremtid.
Markedskonkurrencen vurderes at være gunstig for Torm. Torm bør med sit pool samarbejde og sin store teknologiske flåde være i stand til at lave stordriftsfordele, der

burde kunne gøre virksomheden til omkostningsførende. Dette er dog ikke lykkedes de seneste par år, hvorfor opfyldelsen af Torms vision synes et godt stykke væk fra Torms nuværende position. Der er generelt gode vækstmuligheder i branchen, og Torm bør som etableret spiller kunne vækste voldsomt, når fragtraterne og markedet igen kommer ud af den økonomiske nedtur.

Ser man på Torms økonomiske udvikling de seneste 5 år, har de i høj grad været nedadgående. Dette skyldes i høj grad finanskrisens indtog med de faldende fragtrater, som minimerer omsætningen i forhold til omkostningerne. Årsagen til at Torms EBITDA grad på tanksegmentet er lavere end konkurrenternes skyldes også stigningen i de direkte omkostninger – da det må forventes at de faldende fragtrater i lige grad rammer Torm og deres konkurrenter. Spørgsmålet kan være, om Torm har indset at nogle ruter har været deciderede tab og man derfor har valgt ikke at tage opgaven, hvilket kunne besvare spørgsmålet om de faldende markedsandele!
På tørlastsegmentet ser man, at Torm har en væsentlig højere EBITDA grad end f.eks. Norden. Derfor kan det undre, at Torm ikke har satset yderligere på dette segment. Selvom segmentet kun udgør 17% af den samlede driftsomsætning, var årsomsætningen for 2010 alligevel ca. 512 mio. DKK, hvilket vil sige, at investeringerne og andre stordriftsudgifter bør være inkluderet i EBITDA graden. En af "konspirationstankerne" for at Torm ikke vælger at satse større på tørlastfragten kan være pga. den græske ejers interesse i at holde Torm væk fra dette område, da hans eget firma beskæftiger sig med dette segment. Dette vurderes dog som værende mindre sandsynligt, da den græske ejers interesse jo også må være at maksimere Torms profit. Desuden har Torm en begrænset økonomi til at kunne foretage store investeringer i tørlastmarkedet fremtidigt, men jeg forventer trods alt en stigning i dette segment fremtidigt. Torms faldende egenkapitalandel viser, at de strategiske muligheder for at lave investeringer har været faldende (dog er visse investeringer blevet lavet) men det vurderes, at Torm kommer finansielt meget svækket ud af finanskrisen, evt. bliver man nødt til at lave en kapitaludvidelse.

Jeg skrev i min introduktion til finanskrisen, at Torm havde 3 hovedområder som de ønskede forbedret fra 2008 til 2010. de 3 punkter var:

1) Greater Efficiency Power – Torm vil igangsætte effektiviseringer af skibenes driftsomkostninger og administrationsomkostninger. Dette skulle kunne minimere 15% af omkostningerne pr. skib og 20% af administrationsomkostningerne ift. 2008.
2) Torm vil udnytte de skalafordele de har ved deres pool samarbejde med andre fragtudbydere. Ved bedre udnyttelse af flådekapacitet, øget markedsindsigt og stordriftsfordele, vil dette ifølge Torm komme til udtryk i højere indtjening for Torms produkttankskibe end gennemsnittet på markedet.
3) Torms finansielle strategi bygger på at have et kapitalberedskab så selskabet er "positioneret til at håndtere såvel en længere økonomisk afmatning, som til at udnytte attraktive investeringsmuligheder på produkttankskibsmarkedet" [57].

Pkt. 1 - Torm har i høj grad opnået sine mål om effektiviseringer af driftsomkostninger og administrationsomkostninger fra 2008 – 2010, men min vurdering er, at 2008 var et år med højere omkostninger end det generelle niveau, hvilket gør en minimering væsentlig lettere. Vi ved, at administrationsomkostningerne var væsentlig højere i 2008 pga. omstrukturering i ledelsen, lønstigninger i personaleomkostningerne med tilbagevirkende kraft og store udbetalte bonusser. Samtidig må vi konstatere, at dækningsbidraget fra 2008 til 2010 faldt fra 45% til 21%, og EBITDA graden faldt fra 41% til 11%. Dette indikerer dels, at nettoomsætningen er faldet fra 2008 til 2010 pga. faldende fragtrater, men også at omkostningerne og det arbejde der formentlig er blevet udført i 2010, har været af den samme omkostningsmængde som i 2008, bare til en mindre indtjening. Men de faldende dækningsgrader og EBITDA grader er også et resultat af manglende interne forbedringer. Det er svært at konkludere på effektiviseringen uden vi kender mængden af tonnagefragten fra 2008 – 2010 og kan sammenligne disse, men min vurdering er dog at Torm ikke har skabt sig en fremtidig strategisk mulighed ved deres "Greater Efficiency Power".

[57] Torms årsrapport side 29

Pkt. 2 – Torm har ikke kunnet præstere bedre indtjening på deres markeder end branchen har gjort generelt. Torms overskudsgrad for både tank- og tørlastmarkedet har i gennemsnit været på 12,3%, hvorimod konkurrenten Overseas Shipholding har haft et gennemsnitligt overskud på 20,4% og Norden en overskudsgrad på 17,2%. Om de 2 udvalgte konkurrenter repræsenterer gennemsnittet på markedet vides ikke, men i min Porters 5 Forces analyse, var det vurderet af Global Data, at en overskudsgrad på 15,3% var gennemsnittet for sektoren. Her er Torm lavere.

Pkt. 3 – Torm investerede i 2008 i 50% af aktierne i virksomheden FR8 og styrkede derfor deres forventning til fremtiden, ved at få knowhow om international handel. Torms likvide beholdning er dog faldet fra 2008, og som tidligere nævnt ligger Torm lavere end det gennemsnitlige marked mht. likvide beholdninger. Også på egenkapitalen er Torm lidt i nød, da den ønskede kapitalstruktur med min. 30% i egenkapital kan blive presset, og være medvirkende til en forøgelse af egenkapitalen ved en aktieudvidelse.

Den samlede vurdering er, at den finansielle krise har påvirket Torms fremtidige strategiske muligheder både negativt, men at Torm har brugt krisen til at skabe nye fremtidige konkurrencefordele. Torm har været i stand til under finanskrisen at lave interne effektiviseringer, men det konstateres med udgangen af 2010, at Torm stadig har lavere overskudsgrader end konkurrenterne. Torm har lavet interne omstruktureringer i ledelsen som forventes fremtidigt at give højere afkast, så Torm kan nå sin vision. Det vurderes, at Torm har brugt finanskrisen til at investere i FR8 hvor man modtager knowhow om international handel, samt at Torm har investeret i en større flåde, som når den økonomiske nedtur vender, øger Torms mulighed for at øge sit overskud og nå sin vision. **Det vurderes derfor, at Torm med deres investeringer har udnyttet den globale finanskrise til fremtidigt at øge indtjeningen i forhold til konkurrenterne, men med udgangen af 2010 er Torm endnu bagefter.**

Det vurderes, at Torms fremtidige omsætningsvækst og overskudsgrad, for den 10 årige budgetteringsperiode, har delvist udgangspunkt i de strategiske tiltag der blev gjort under finanskrisen. Jeg tror, at investeringen i nye skibe, udskiftningen i ledelsen samt Torms

investering og samarbejde gennem firmaet FR8 vil kunne føre til de fremtidige stadier som er anført i budgetteringsanalysen. Dog vurderes det også, at både tørlast som tankbranchen er så præget af de makroøkonomiske udbud/efterspørgsels faktorer, så markedskonjunkturerne har størstedelen af betydningen for Torms fremtidige omsætningsvækst og overskudsgrader. Som nævnt ovenfor mener jeg, at Torms interne effektiviseringer såfremt de kan holdes på samme/minimeret niveau, vil kunne lede Torm til en profit der er højere end det generelle marked. Om det er nok til at nå visionen om at være den mest profitable virksomhed er nok tvivlsomt.
Af værdiansættelsen af Torm kan man se, at den beregnede kursværdi for Torm er højere end den officielle kurs. Dette viser, at Torms kursværdi ikke afspejler virksomhedens estimerede værdi. Der er selvfølgelig stor usikkerhed forbundet med estimeringen af budgettet, og derfor også af værdiansættelsen, hvorved man kan sige at forskellen på den beregnede kursværdi og den officielle er så lille, så en ændring i forudsætningerne ville kunne rykke kursværdien og skabe en anden konklusion. Jeg mener dog, at mine forudsætninger i budgettet er realistiske, da Torm med deres vision bør kunne ligge over det gennemsnitlige indtjeningsniveau i markedet. Budgetteringen af Torms indtjeningsevne mener jeg derfor har mulighed for at opnå/overgå de forventninger jeg har opsat. **Det konkluderes derfor, at Torms fremtidige strategiske muligheder ikke er afspejlet i børsværdien for Torm.**

For opgaven kan dermed konkluderes, at den finansielle krise har påvirket Torms fremtidige strategiske muligheder, ved at svække deres kapital og minimere egenkapitalen ved underskud i resultatopgørelsen grundet faldende fragtrater, men at Torm gennem sine investeringer har øget muligheden for fremtidige højere indtjeninger. Ændringerne menes ikke at være afspejlet i børsværdien for Torm, omend det må konkluderes at forskellen er minimal set med de mange usikkerheder der i opgaven er estimeret.

7 Litteraturliste

Bøger og faglitteratur:

Litteratur A:

Titel: Den skinbarlige virkelighed – Vidensproduktion inden for samfundsvidenskaber

Forfatter: Ib Andersen

Litteratur B:

Titel: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

Forfatter: Jens O. Elling, Ole Sørensen

Litteratur C:

Titel: The Platou Report 2010

Litteratur D:

Titel: Skipsfarten i tal November 2010

Udgiver: Danmarks Rederiforening

Litteratur E:

Titel: Global Data – Torm A/S – Financial & Strategic SWOT Analysis Review.

Udgiver: GlobalData

Reference code: GDGE7147FSA

Kilde: www.globalcompanyintelligence.com

Alle artikler og kilder brugt i denne afhandling er indsat som fodnoter i afhandlingen med direkte URL reference til hovedkilden. Samlet liste ses her:

www.Shipowners.dk

www.icc-ccs.org

www.BIMCO.org

http://oceansbeyondpiracy.org/documents/The_Economic_Cost_of_Piracy_Presentation.pdf

http://www.maritimedanmark.dk/?Id=9846

http://www.business.dk/transport/maersk-line-sparer-millioner-paa-ny-rute

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/188382/ds_norden_russisk_forbud_kan_blive_en_fordel.html

http://www.thehindubusinessline.in/2010/07/15/stories/2010071553690100.htm

http://ore.metalfirst.com/subsites/news_detail.php?id=4251

http://www.micportal.com/index.php?option=com_content&view=article&id=4974:the-shipping-market-in-2010-end-expectations-in-2011&catid=22:shipping-market&Itemid=33

http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartalsoversigt_2010_1_kvartal/

http://www.indexmundi.com/united_states/oil_proved_reserves.html

http://www.indexmundi.com/china/oil_proved_reserves.html

http://www.eia.doe.gov/cabs/China/Oil.html

www.en.wikipedia.org/wiki/Cobweb_model.com

http://www.census.gov/ipc/www/idb/

www.mckinsey.com/mgi/reports/pdfs/india_consumer_market/MGI_india_consumer_chapter_2.pdf

http://www.eia.doe.gov/cabs/India/Oil.html

http://www.shipowners.dk/politik/skibsfartspolitik/erhvervspolitik/

http://www.sofartsstyrelsen.dk/skibsfartspolitik/Sider/OkonomiskeRammevilkar.aspx

http://www.business.dk/transport/australske-oversvoemmelser-rammer-rederier

http://rudar.ruc.dk/bitstream/1800/1708/1/Projekt_rapport.pdf

http://www.business.dk/transport/shell-saetter-torm-paa-den-sorte-liste
http://www.torm.com/wps/wcm/connect/f1b12300431fa17f95cfb51f0aba7324/Pressemeddelelse_Nr.+3+2010_Ny+produkttanker.pdf?MOD=AJPERES

http://www.fyens.dk/article/1265955:Boers-nyt--Torm--35-fyringer-del-af-effektiviseringsprogram--Opd

http://epn.dk/brancher/transport/skib/article2161533.ece

http://borsen.dk/nyheder/karriere/artikel/1/198836/ne_nielsen_trodser_modvind_-_igen_bestyrelseskonge.html

http://www.maritimedanmark.dk/?Id=7833

http://www.maritimedanmark.dk/?Id=7861

borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/198366/over_100_analytikere_holder_paa_raavarer_i_2011.htm

http://nationalbanken.statistikbank.dk/nbf/98227

http://www.pwc.com/da_DK/dk/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1609563

8 Bilag

Reformuleret egenkapital

Alle tal i USD mio.	2010	2009	2008	2007	2006
Bogført værdi ved egenkapital primo	**1.246,7**	**1.278,9**	**1.081,20**	**1.280,80**	**904,7**
Kapitalindskud (fra aktieudstedelse)	0	0	0	0	0
Aktietilbagekøb	0	0	0	0	-10,4
Aktiebaseret vederlag	2,7	6,6	8,9	2	0,4
Udbetalt dividende (udbytte)	0	-48,7	-123,8	-424	-134,2
Nettodividende	**1249,378**	**1236,8**	**966,3**	**858,8**	**760,5**
Totalindkomst					
Nettoresultat	-135,3	-17,4	361,4	791,7	234,5
Anden totalindkomst	1,2	27,3	-48,8	-569,3	285,8
Totalindkomst	**-134,1**	**9,9**	**312,6**	**222,4**	**520,3**
Bogført værdi af egenkapital ultimo	**1.115,3**	**1.246,7**	**1.278,9**	**1.081,2**	**1.280,8**

Reformuleret balance

USD 1000	2010	2009	2008	2007	2006
Driftsaktiver					
Goodwill	89.184	89.184	89.184	89.184	0
Andre immaterielle aktiver	2.086	2.269	2.451	7.481	0
Grunde og bygninger	3.626	3.687	3.713	4.169	374
Skibe og dokningsaktiver	2.560.079	2.390.391	2.325.863	2.169.832	1.136.408
Forudbetaling for skibe	227.062	273.860	272.731	259.454	183.348
Andre anlæg, driftsmidler og inventar	9.504	10.734	9.214	5.884	3.575
Bunker	41.089	24.618	18.302	19.726	12.134
Udestående fragter m.v.	108.207	62.084	120.166	89.932	49.690
Andre tilgodehavender	12.728	16.825	72.013	36.966	21.500
Periodeafgrænsningsposter	20.385	13.558	14.684	4.240	4.546
Langfristede aktiver bestemt for salg	0	44.353	0	0	0
Kapitalandele i fællesledede virksomheder	72.929	122.968	130.468	0	0
Tilgodehavender hos fællesledede virksomheder	10.298	38.766	42.158	109.974	0
Driftsaktiver i alt (DA)	**3.157.177**	**3.093.297**	**3.100.947**	**2.796.842**	**1.411.575**
Driftsforpligtelser					
Hensættelse til udskudt skat	54.339	54.951	55.117	55.588	62.787
Langfristede overtagne optionsforpligtelser vedrørende skibe	0	1.885	10.672	31.642	0
Langfristede overtagne time charter kontrakter	0	61	3.864	14.654	0
Leverandører af varer og tjenesteydelser	47.976	24.993	48.960	42.591	18.760
Skyldig selskabsskat	1.740	5.664	9.709	14.471	4.575
Anden gæld	70.211	82.891	179.823	44.073	26.004
Kortfristede overtagne optionsforpligtelser vedrørende skibe	1.885	1.801	0	0	0
Kortfristede overtagne time charter kontrakter	0	3.803	11.150	17.378	0
Periodeafgrænsningsposter	0	131	944	3.889	1.080
Driftsforpligtelser i alt	**176.151**	**176.180**	**320.239**	**224.286**	**113.206**
Netto driftsaktiver (NDA)	**2.981.026**	**2.917.117**	**2.780.708**	**2.572.556**	**1.298.369**
Netto finansielle aktiver					
Andre finansielle kortfristede og langfristede aktiver	6.000	8.900	41.702	46.000	0
Andre kapitalandele	2.960	3.190	6.387	11.029	644.409
Likvide beholdninger	119.971	121.824	168.317	104.983	33.035
Netto finansielle aktiver i alt (FA)	**128.931**	**133.914**	**216.406**	**162.012**	**677.444**
Netto finansielle forpligtelser					
Langfristet prioritetsgæld og banklån	1.750.371	1.629.250	1.505.797	884.579	639.065
Kortfristet prioritetsgæld og banklån	211.334	141.520	212.368	768.759	55.902
Langfristede finansielle leasingforpligtelser	30.977	31.754	0	0	0
Kortfristede finansielle leasingforpligtelser	1.986	1.808	0	0	0
Netto finansielle forpligtelser (FF)	**1.994.668**	**1.804.332**	**1.718.165**	**1.653.338**	**694.967**
Netto totale finansielle forpligtelser	**1.865.737**	**1.670.418**	**1.501.759**	**1.491.326**	**17.523**
Egenkapital	1.115.289	1.246.699	1.278.949	1.081.230	1.280.846
Netto totale finansielle forpligtelser + egenkapital	**2.981.026**	**2.917.117**	**2.780.708**	**2.572.556**	**1.298.369**

Reformulering af resultatopgørelse

USD 1000	2010	2009	2008	2007	2006
Nettoomsætning	856.075	862.251	1.183.594	818.773	603.717
- Havneomkostninger	-298.830	-217.356	-264.050	-176.702	-148.943
- Afledte finansielle instrumenter vedrørende fragt og bunkers	3.339	-11.952	-13.586	2.894	620
Timecharterækvivalent indtjening	**560.584**	**632.943**	**905.958**	**644.965**	**455.394**
- Charterhyre	-228.631	-220.880	-193.829	-160.207	-106.329
- Driftsomkostninger	-152.207	-169.556	-174.333	-127.140	-77.624
Dækningsbidrag	**179.746**	**242.507**	**537.796**	**357.618**	**271.441**
DG	**21,00%**	**28,12%**	**45,44%**	**43,68%**	**44,96%**
- Administrationsomkostninger	-78.161	-78.194	-89.906	-68.743	-34.594
- Andre driftsindtægter	4.788	7.331	14.493	14.787	9.839
Resultatandele i fællesledede virksomheder	-11.453	-2.256	27.122	0	0
EBITDA	**94.920**	**169.388**	**489.505**	**303.662**	**246.686**
EBITDA grad	**11,1%**	**19,6%**	**41,4%**	**37,1%**	**40,9%**
Tab ved værdiforringelse af fællesledet virksomheder	-35.000	-20.000	0	0	0
Afskrivninger og tab ved værdiforringelse	-141.410	-132.775	-126.068	-98.681	-58.915
Resultat ved salg af skibe	1.871	33.145	82.813	0	54.362
Primært driftsresultat før skat	**-79.619**	**49.758**	**446.250**	**204.981**	**242.133**
Rapporteret skatteomkostning	982	1.686	1.279	-12.545	-6.574
Skattefordel på netto finansielle omkostninger	14.156	17.202	21.545	-149.810	262
Primært driftsresultat efter skat	**-64.482**	**68.646**	**469.074**	**42.626**	**235.821**
Anden totalindkomst					
Opskrivningshenlæggelser	-229	-2.100	-7.400	-572.500	283.400
Reserve for sikringstransaktioner	1.413	29.400	-41.400	3.100	2.300
Reserve for valutakursreguleringer	-13	0	0	100	100
Totalindkomst fra driften efter skat	**-63.311**	**95.946**	**420.274**	**-526.674**	**521.621**
Finansielle omkostninger	-59.285	-74.896	-102.354	-78.210	-40.520
Finansielle indtægter	2.663	6.090	16.175	677.451	39.473
Netto finansielle omkostninger før skat	**-56.622**	**-68.806**	**-86.179**	**599.241**	**-1.047**
Skattefordel fra netto finansielle omkostninger	-14.156	-17.202	-21.545	149.810	-262
Skattesats	25%	25%	25%	25%	25%
Netto finansielle omkostninger efter skat	**-70.778**	**-86.008**	**-107.724**	**749.051**	**-1.309**
Totalindkomst	**-134.088**	**9.938**	**312.550**	**222.377**	**520.312**

Rentabilitetsanalyse

	2006	2007	2008	2009	2010
ROE	47,6%	18,8%	26,5%	0,8%	-11,4%
Ændring		*-28,8%*	*7,7%*	*-25,7%*	*-12,1%*
ROIC	42,2%	-27,2%	15,7%	3,4%	-2,1%
Ændring		*-69,4%*	*42,9%*	*-12,3%*	*-5,5%*
FGEAR	0,13	0,64	1,27	1,26	1,50
Ændring		*50,67%*	*62,94%*	*-1,22%*	*24,11%*
r	-0,9%	99,3%	-7,2%	-5,4%	-4,0%
Ændring		*100,2%*	*-106,5%*	*1,8%*	*1,4%*
SPREAD	41,3%	72,1%	8,5%	-2,1%	-6,1%
Ændring		*30,8%*	*-63,6%*	*-10,6%*	*-4,1%*
Overskudsgrad Torm	86,40%	-64,32%	35,51%	11,13%	-7,40%
Ændring		*-150,73%*	*99,83%*	*-24,38%*	*-18,52%*
EBITDA grad Torm	40,9%	37,1%	41,4%	19,6%	11,1%
Aktivernes omsætningshastighed	0,49	0,42	0,44	0,30	0,29
Ændring		*-0,06*	*0,02*	*-0,14*	*-0,01*

BASE case

	Budgetteringsperioden										Terminalperioden
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nettoomsætning tankmarkedet	6,40%	8,00%	10,00%	8,00%	8,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Nettoomsætning tørlastmarkedet	7,00%	16,00%	12,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Totalomsætning samlet % stigning	6,47%	8,88%	10,23%	7,88%	7,88%	5,12%	5,12%	4,12%	4,12%	4,00%	4,00%
Overskudsgrad tankmarkedet	-8,00%	-2,00%	10,00%	18,00%	22,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%
Overskudsgrad tørlastmarkedet	5,00%	14,00%	16,00%	18,00%	20,00%	26,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%
AOH - tankmarkedet	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
AOH - tørlastmarkedet	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21

BEST case

	Budgetteringsperioden										Terminalperioden
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nettoomsætning tankmarkedet	6,40%	8,00%	10,00%	8,00%	8,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Nettoomsætning tørlastmarkedet	7,00%	16,00%	12,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Totalomsætning samlet % stigning	6,47%	8,88%	10,23%	7,88%	7,88%	5,12%	5,12%	4,12%	4,12%	4,00%	4,00%
Overskudsgrad tankmarkedet	-7,00%	-1,00%	11,00%	19,00%	23,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Overskudsgrad tørlastmarkedet	6,00%	15,00%	17,00%	19,00%	21,00%	27,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%
AOH - tankmarkedet	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
AOH - tørlastmarkedet	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23

WORST case

	Budgetteringsperioden										Terminalperioden
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nettoomsætning tankmarkedet	6,40%	8,00%	10,00%	8,00%	8,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Nettoomsætning tørlastmarkedet	7,00%	16,00%	12,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Totalomsætning samlet % stigning	6,47%	8,88%	10,23%	7,88%	7,88%	5,12%	5,12%	4,12%	4,12%	4,00%	4,00%
Overskudsgrad tankmarkedet	-9,00%	-3,00%	9,00%	17,00%	21,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Overskudsgrad tørlastmarkedet	4,00%	13,00%	15,00%	17,00%	19,00%	25,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
AOH - tankmarkedet	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
AOH - tørlastmarkedet	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19

BASE CASE

Antagelser:	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omsætningsvækst tankmarkedet			6,40%	8,00%	10,00%	8,00%	8,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Omsætningsvækst tørlastmarkedet			7,00%	16,00%	12,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Totalomsætning samlet % stigning			6,47%	8,88%	10,23%	7,88%	7,88%	5,12%	5,12%	4,12%	4,12%	4,00%	4,00%
Overskudsgrad tankmarkedet			-8,00%	-2,00%	10,00%	18,00%	22,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%
Overskudsgrad tørlastmarkedet			5,00%	14,00%	16,00%	18,00%	20,00%	26,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%
Aktivernes omsætningshastighed tankmarkedet			0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Aktivernes omsætningshastighed tørlastmarkedet			1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21

	R2009	R2010	B2011	B2012	B2013	B2014	B2015	B2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021
Nettoomsætning tankmarkedet	745.200	762.900	6,40%	8,00%	10,00%	8,00%	8,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Nettoomsætning tørlastmarkedet	117.110	93.200	7,00%	16,00%	12,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Totalindkomst fra driften efter skat - tankmarkedet			-8,00%	-2,00%	10,00%	18,00%	22,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%
Totalindkomst fra driften efter skat - tørlastmarkedet			5,00%	14,00%	16,00%	18,00%	20,00%	26,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%
Nettoomsætning - tankmarkedet	745.200	762.900	811.726	876.664	964.330	1.041.476	1.124.795	1.181.034	1.240.086	1.289.689	1.341.277	1.394.928	1.450.725
Nettoomsætning - tørlastmarkedet	117.110	93.200	99.724	115.680	129.561	138.631	148.335	157.235	166.669	175.003	183.753	191.103	198.747
Totalindkomst fra driften efter skat - begge markeder	95.946	-63.311	-59.952	-1.338	117.163	212.419	277.122	324.329	349.288	363.776	378.870	394.025	409.786
Aktivernes omsætningshastighed - tankmarkedet	0,27	0,28	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Aktivernes omsætningshastighed - tørlastmarkedet	0,60	0,55	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21
Nettodriftsaktiver	2.917.117	2.981.026	2.015.097	2.182.898	2.403.099	2.594.277	2.800.673	2.941.933	3.090.329	3.215.319	3.345.378	3.479.193	3.618.361
Årlig tilvækst i delta NDA		63.909	-965.929	167.801	220.202	191.177	206.396	141.260	148.396	124.991	130.059	133.815	139.168
FCFF = DO-delta NDA		**-127.220**	**905.978**	**-169.139**	**-103.039**	**21.242**	**70.725**	**183.070**	**200.892**	**238.786**	**248.811**	**260.209**	**270.618**
Gennemsnitlig NDA		2.949.072	2.498.061	2.098.997	2.292.998	2.498.688	2.697.475	2.871.303	3.016.131	3.152.824	3.280.349	3.412.286	3.548.777
ROIC - (DO i alt efter skat/gennemsnitlig NDA)		-2,15%	-2,40%	-0,06%	5,11%	8,50%	10,27%	11,30%	11,58%	11,54%	11,55%	11,55%	11,55%
Netto finansielle forpligtelser (NFF)		1.994.668											
RIDO		-296.680	-298.434	-162.546	-57.469	20.171	69.580	100.275	113.933	116.550	121.644	126.394	131.450
WACC		8,00%											
Tid		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tilbagediskonteringsfaktor		1,00	0,9259	0,8573	0,7938	0,7350	0,6806	0,6302	0,5835	0,5403	0,5002	0,4632	0,4289
FCFF tilbagediskonteret		**-127.220**	**838.868**	**-145.010**	**-81.796**	**15.614**	**48.134**	**115.365**	**117.219**	**129.008**	**124.467**	**120.527**	**116.063**
RIDO tilbagediskonteret		**-296.680**	**-276.328**	**-139.357**	**-45.621**	**14.827**	**47.355**	**63.191**	**66.479**	**62.968**	**60.852**	**58.545**	**56.377**

BEST CASE

Antagelser:	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omsætningsvækst tankmarkedet			6,40%	8,00%	10,00%	8,00%	8,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Omsætningsvækst tørlastmarkedet			7,00%	16,00%	12,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Totalomsætning samlet % stigning			6,47%	8,88%	10,23%	7,88%	7,88%	5,12%	5,12%	4,12%	4,12%	4,00%	4,00%
Overskudsgrad tankmarkedet			-7,00%	-1,00%	11,00%	19,00%	23,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Overskudsgrad tørlastmarkedet			6,00%	15,00%	17,00%	19,00%	21,00%	27,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%
Aktivernes omsætningshastighed tankmarkedet			0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Aktivernes omsætningshastighed tørlastmarkedet			1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23

	R2009	R2010	B2011	B2012	B2013	B2014	B2015	B2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021
Nettoomsætning tankmarkedet	745.200	762.900	6,40%	8,00%	10,00%	8,00%	8,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Nettoomsætning tørlastmarkedet	117.110	93.200	7,00%	16,00%	12,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Totalindkomst fra driften efter skat - tankmarkedet			-7,00%	-1,00%	11,00%	19,00%	23,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Totalindkomst fra driften efter skat - tørlastmarkedet			6,00%	15,00%	17,00%	19,00%	21,00%	27,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%
Nettoomsætning - tankmarkedet	745.200	762.900	811.726	876.664	964.330	1.041.476	1.124.795	1.181.034	1.240.086	1.289.689	1.341.277	1.394.928	1.450.725
Nettoomsætning - tørlastmarkedet	117.110	93.200	99.724	115.680	129.561	138.631	148.335	157.235	166.669	175.003	183.753	191.103	198.747
Totalindkomst fra driften efter skat - begge markeder	95.946	-63.311	-50.837	8.585	128.102	224.220	289.853	337.712	363.356	378.423	394.120	409.885	426.280
Aktivernes omsætningshastighed - tankmarkedet	0,27	0,28	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Aktivernes omsætningshastighed - tørlastmarkedet	0,60	0,55	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Nettodriftsaktiver	2.917.117	2.981.026	1.925.907	2.086.466	2.296.994	2.479.700	2.676.949	2.812.002	2.953.880	3.073.391	3.197.749	3.325.659	3.458.685
Årlig tilvækst i delta NDA		63.909	-1.055.119	160.559	210.528	182.706	197.249	135.053	141.878	119.510	124.358	127.910	133.026
FCFF = DO-delta NDA		**-127.220**	**1.004.281**	**-151.973**	**-82.426**	**41.514**	**92.604**	**202.659**	**221.477**	**258.913**	**269.762**	**281.975**	**293.254**
Gennemsnitlig NDA		2.949.072	2.453.467	2.006.187	2.191.730	2.388.347	2.578.324	2.744.475	2.882.941	3.013.636	3.135.570	3.261.704	3.392.172
ROIC - (DO i alt efter skat/gennemsnitlig NDA)		-2,15%	-2,07%	0,43%	5,84%	9,39%	11,24%	12,31%	12,60%	12,56%	12,57%	12,57%	12,57%
Netto finansielle forpligtelser (NFF)		1.994.668											
RIDO		-296.680	-289.319	-145.487	-38.816	40.461	91.477	123.556	138.395	142.113	148.249	154.065	160.228
WACC		8,00%											
Tid		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tilbagediskonteringsfaktor		1,00	0,9259	0,8573	0,7938	0,7350	0,6806	0,6302	0,5835	0,5403	0,5002	0,4632	0,4289
FCFF tilbagediskonteret		**-127.220**	**929.890**	**-130.293**	**-65.432**	**30.514**	**63.025**	**127.709**	**129.230**	**139.883**	**134.948**	**130.609**	**125.772**
RIDO tilbagediskonteret		**-296.680**	**-267.888**	**-124.732**	**-30.813**	**29.740**	**62.258**	**77.861**	**80.752**	**76.779**	**74.161**	**71.362**	**68.719**

WORST CASE

Antagelser:	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omsætningsvækst tankmarkedet			6,40%	8,00%	10,00%	8,00%	8,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Omsætningsvækst tørlastmarkedet			7,00%	16,00%	12,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Totalomsætning samlet % stigning			6,47%	8,88%	10,23%	7,88%	7,88%	5,12%	5,12%	4,12%	4,12%	4,00%	4,00%
Overskudsgrad tankmarkedet			-9,00%	-3,00%	9,00%	17,00%	21,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Overskudsgrad tørlastmarkedet			4,00%	13,00%	15,00%	17,00%	19,00%	25,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Aktivernes omsætningshastighed tankmarkedet			0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Aktivernes omsætningshastighed tørlastmarkedet			1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19

	R2009	R2010	B2011	B2012	B2013	B2014	B2015	B2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021
Nettoomsætning tankmarkedet	745.200	762.900	6,40%	8,00%	10,00%	8,00%	8,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Nettoomsætning tørlastmarkedet	117.110	93.200	7,00%	16,00%	12,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%
Totalindkomst fra driften efter skat - tankmarkedet			-9,00%	-3,00%	9,00%	17,00%	21,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Totalindkomst fra driften efter skat - tørlastmarkedet			4,00%	13,00%	15,00%	17,00%	19,00%	25,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Nettoomsætning - tankmarkedet	745.200	762.900	811.726	876.664	964.330	1.041.476	1.124.795	1.181.034	1.240.086	1.289.689	1.341.277	1.394.928	1.450.725
Nettoomsætning - tørlastmarkedet	117.110	93.200	99.724	115.680	129.561	138.631	148.335	157.235	166.669	175.003	183.753	191.103	198.747
Totalindkomst fra driften efter skat - begge markeder	95.946	-63.311	-69.066	-11.262	106.224	200.618	264.390	310.947	335.220	349.129	363.619	378.164	393.291
Aktivernes omsætningshastighed - tankmarkedet	0,27	0,28	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Aktivernes omsætningshastighed - tørlastmarkedet	0,60	0,55	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19
Nettodriftsaktiver	2.917.117	2.981.026	2.113.116	2.288.869	2.519.700	2.720.187	2.936.637	3.084.716	3.240.273	3.371.284	3.507.606	3.647.911	3.793.827
Årlig tilvækst i delta NDA		63.909	-867.910	175.753	230.831	200.487	216.450	148.078	155.557	131.011	136.322	140.304	145.916
FCFF = DO-delta NDA		**-127.220**	**798.844**	**-187.015**	**-124.607**	**131**	**47.940**	**162.868**	**179.663**	**218.118**	**227.298**	**237.860**	**247.374**
Gennemsnitlig NDA		2.949.072	2.547.071	2.200.992	2.404.285	2.619.944	2.828.412	3.010.677	3.162.494	3.305.779	3.439.445	3.577.759	3.720.869
ROIC - (DO i alt efter skat/gennemsnitlig NDA)		-2,15%	-2,71%	-0,51%	4,42%	7,66%	9,35%	10,33%	10,60%	10,56%	10,57%	10,57%	10,57%
Netto finansielle forpligtelser (NFF)		1.994.668											
RIDO		-296.680	-307.548	-180.311	-76.886	-958	46.775	76.016	88.443	89.907	93.917	97.556	101.458
WACC		8,00%											
Tid		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Tilbagediskonteringsfaktor		1,00	0,9259	0,8573	0,7938	0,7350	0,6806	0,6302	0,5835	0,5403	0,5002	0,4632	0,4289
FCFF tilbagediskonteret		**-127.220**	**739.670**	**-160.335**	**-98.917**	**96**	**32.627**	**102.635**	**104.832**	**117.842**	**113.705**	**110.175**	**106.095**
RIDO tilbagediskonteret		**-296.680**	**-284.767**	**-154.587**	**-61.034**	**-704**	**31.835**	**47.903**	**51.606**	**48.574**	**46.982**	**45.187**	**43.514**

Scenarieanalyse

	Worst case	Base case	Best case
Equity value FCFF ultimo 2010	1.932.218,53	2.421.440,04	2.891.247,50

Følsomhedsanalyse med udgangspunkt i Base case

	- 1%	Base case	+ 1%
Omsætningsvækst tankmarkedet	6,40%	6,40%	6,40%
Omsætningsvækst tørlastmarkedet	7,00%	7,00%	7,00%
Overskudsgrad (OG) tankmarkedet	-9,00%	-8,00%	-7,00%
Overskudsgrad (OG) tørlastmarkedet	4,00%	5,00%	6,00%
Ændring i AOH	**- 0,02**		**+ 0,02**
Aktivernes omsætningshastighed (AOH) tankmarkedet	**0,40**	**0,42**	**0,44**
Aktivernes omsætningshastighed (AOH) tørlastmarkedet	1,19	1,21	1,23

Værdien af aktien	26,54	33,26	39,71