



HD(R) - Afgangsprøjet

Mark Wassmann

Patrick Søderholm De Bruin

Fundamentalanalyse og værdiansættelse af OW Bunker A/S

Vejleder: Jeppe Schønfeld

Afleveret den: 10. maj 2016

Antal anslag / Normalsider: 120.842

Executive summary

OW Bunker A/S was founded in 1953, and many decades later became one of the largest independent bunkering companies in the world. They operate in 29 different countries including some of the busiest and largest harbors throughout the whole world. The company went public on March 28, 2014 on the Copenhagen Stock Exchange and seven months later, they were declared bankrupt.

The purpose of this thesis is to estimate the theoretical market value of OW Bunker A/S.

We will for our strategic as well financial analysis, use the IPO prospectus, which is based on the annual report for 2013.

The strategic analysis shows a strong positioned OW Bunker as one of the market leaders with a market share of 7 %, with a lot of potential to gain more. There are many opportunities for the Company, but there are also many threats. OW Bunker has shown that they can maintain a revenue growth rate about 20 %, which is high, compared to a market growth rate around 3-4 %. The financial analysis shows a high profitability. However, they are sensitive to changes in the oil prices.

The low EBITDA-margin is mainly due to the focus and investment in key-employees within the organization and higher oil prices.

Based on the strategic and the financial analysis, we have made some budget assumptions including expectations for the future.

We have estimated a weighted average cost of capital (WACC) at 5,63 %, which is used to estimate an market value of tDKK 2.480.180 and a share price of DKK 71,97 per share.

Indholdsfortegnelse

1. INDLEDNING	1
1.1. Problemstilling	2
1.2 Problemformulering	3
1.3 Opgavens disposition	4
1.4 Afhandlingens formål og målgruppe	5
1.5 Metodevalg	6
1.5.1. Virksomhedspræsentation	6
1.5.2. Strategisk analyse	7
1.5.3. Regnskabsanalyse	9
1.5.4. Budgettering	10
1.5.5. Værdiansættelse	10
1.6. Afgrænsninger	11
1.7. Kildekritik	13
2. PRÆSENTATION AF OW BUNKER A/S	15
2.1. Historie	15
2.2. Bestyrelse og direktion	16
2.2.1. Bestyrelse	16
2.2.1. Direktionen	17
2.3. Aktionærforhold	18
2.4. Koncernforhold	18
3. STRATEGISK ANALYSE	18
3.1. Ekstern analyse	19
3.1.1. PESTLE	19
3.1.2 Porters Five Forces	22
3.2 Intern analyse	30
3.2.1. Interne ressourcer	30

3.2.2. Porters værdikæde.....	32
3.2.3. Konkurrence- og vækststrategier	38
3.3. Delkonklusion – Strategisk analyse: SWOT-analyse.....	42
4. REGNSKABSANALYSE.....	45
4.1. Gennemgang af revisionspåtegning.....	45
4.2. Gennemgang af anvendt regnskabspraksis	45
4.3. Reformuleringer	46
4.3.1. Reformulering af resultat- og totalindkomstopgørelse.....	47
4.3.2 Reformulering af balancen.....	49
4.4. Rentabilitetsanalyse.....	49
4.4.1. Dekomponering af ROCE	50
4.4.1. Dekomponering af RNOA	52
4.4.2. Analyse af overskudsgraden	53
4.4.2. Analyse af omsætningshastigheden	55
4.5. Vækstanalyse.....	56
4.6. Delkonklusion - Regnskabsanalyse	58
5. BUDGETTERING	60
5.1. Budgettering af salgsvæksten.....	60
5.2. Budgettering af overskudsgraden.....	63
5.3 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed	63
6. VÆRDIANSÆTTELSE.....	64
6.1. Kapitalomkostninger (WACC).....	64
6.1.1. Ejernes afkastkrav r_e	65
6.1.2. Kapitalstruktur	67
6.1.3. Lånerente.....	68
6.1.4. Beregning af WACC.....	68
6.2. Værdiansættelse med RIDO-modellen.....	69
6.2.1. Værdiansættelse af OW Bunker A/S.....	70
6.3. Delkonklusion - Værdiansættelse	70

7. KONKLUSION.....	72
8. PERSPEKTIVERING.....	73
9. LITTERATURLISTE	77
10. BILAG.....	79

1. Indledning

Hvis man nævner OW Bunker i offentligt forum, vil størstedelen formentlig kende til selskabet ud fra den massive mediedækning selskabet har haft siden udgangen af 2013. Sådan har det dog ikke altid forholdt sig.

I 1953 stifter Ove Wrist virksomheden Wrist Group, som beskæftiger sig med skibsproviantering til shippingindustrien.

I 1980 kommer selskabet O. W. Bunker til verden som datterselskab til Ove Wrist & Co. A/S (tidligere Wrist Group). Hvor Ove Wrist & Co. A/S tidligere har fokuseret på skibsproviantering forsøger koncernen nu, at imødekomme en efterspørgsel efter køb af skibsbrændstof, hvilket bliver det primære fokus for det nystiftede datterselskab.

Vi skal nu helt frem til år 2000, hvor koncernen skifter navn til Wrist Group A/S, og Jim Pedersen, som senere får en central rolle i forbindelse med selskabets indtræden på den offentlige scene, indsættes som administrerende direktør.

I 2007, kommer der nye finansielle kræfter til bordet, da den svenske kapitalfond Altor opkøber Wrist Group.¹

Hidtil er der formentlig ikke mange almene borgerer der kender til selskabet og dets aktivitet, men det ændrer sig da selskabet og kapitalfonden i 2013 træder frem og meddeler, at en mulig børsnotering ligger forude².

Selskabet Wrist Group splittes i to – hhv. i en ship supply-forretning og en bunker-forretning – hvoraf det skal vise sig, at være sidstnævnte der bliver omdrejningspunktet.

Per 31. december 2013 opererer OW Bunker på globalt plan med 38 kontorer i 29 forskellige lande, med en medarbejderstab på 622 personer og en samlet omsætning på rundt regnet 92 mia. kr.³

¹ Historien om O.W. Bunker 1953-2014, 2015

² Nordjyske 04.07.2013: [Nordjysk olie-gigant kan overhale Novo Nordisk på børsen](#)



1. Indledning

På mange måder virker en børsnotering uundgåelig, og den 28. marts 2014 bliver det da også en realitet, da OW Bunker bliver noteret på Københavns Fondsbørs med en startkurs på 145 kr., svarende til en markedsværdi på 5,3 mia. kr.⁴

Efter børsnoteringen tager det fart, og blot syv måneder efter børsnoteringen, lider aktien første knæk, da selskabet er nødsaget til at nedjusterer forventningerne til resultatet for 2014, med 20 % grundet et fald i olieprisen.

Selskabets kurs dykker fra 136 kr. til 80 kr. i løbet af 24 timer, og da selskabets kvartalsregnskab for tredje kvartal offentliggøres ca. 14 dage senere må investorerne sande, at nedjusteringen er større end først antaget grundet tab på fejlslagne oliehandler.

I begyndelsen af november opgøres de fejlslagne oliehandler til et samlet tab på omkring 900 mio. kr. Samtidig kommer der oplysninger om en mulig svindelsag i datterselskabet Dynamic Oil Trading i Singapore som kan koste selskabet trekvart milliard kroner. OW Bunkers bankforbindelse beslutter at de ikke er villige til, at forlænge selskabets kreditter, hvilket sender selskabet i rekonstruktion.

To dage senere indgiver selskabets ledelse konkursbegæring.⁵

1.1. Problemstilling

I tiden efter selskabets konkursbegæring, har debatten i store træk være centreret omkring, hvordan selskabet kunne gå konkurs efter blot otte måneder børsnoteringen.

Hvilken rolle har kapitalfonden Altor spillet i sagen, og hvem skal tage ansvar for selskabets kollaps?

En af spekulationerne har gået på, hvorvidt prospektet har været retvisende, og om investorerne således har været i stand til, at gennemskue selskabets forretningsmodel.

Advokat Søren Halling-Overgaard, har udfærdiget en omfattende rapport, som er bestilt af kuratorerne i konkursboet. Rapporten er på tidspunkt for opgavens udfærdigelse, endnu ikke er

³ Finans 05.03.2014: [Her er Danmarks ukendte milliardvirksomhed](#)

⁴ Børsen 28.04.2014: [Prisskilt på OW Bunker-aktier: 145 kr.](#)

⁵ Politiken 10.11.2014: [Interaktiv tidslinje: OW Bunkers vej fra aktiedarling til pludseligt kollaps](#)



offentliggjort, men af forskellige nyhedsmedier som har haft adgang til rapporten fremgår det dog, at den opstiller to centrale punkter som årsagsforklaring til selskabets kollaps.⁶

For det første er en stor del af selskabets indtjening kommet fra spekulation i oliepriser, hvilket ikke er oplyst i prospektet.

For det andet har der været givet kreditter i datterselskabet Dynamic Oil Trading, som har været i strid med OW Bunkers egne kreditpolitikker, og som ultimativt førte til massive tab for OW Bunker med en konkurs til følge.

Allerede tilbage i april 2012 sættes OW Bunker til salg første gang, men da de branchekyndige ikke er villige til at betale mere end 2 mia. kr. for selskabet, hvilket er for lidt for Altor, går handlen i vasken.

Samme dag som Altor meddeler bestyrelsen at selskabet skal sælges, vedtages der samtidig en strategi for datterselskabet Dynamic Oil Trading, hvor målet er en seksdobling af omsætningen på fem år, via re-selling.

Væksten i Dynamic Oil Trading, viser sig dog at bygge på et intimt samarbejde med den forretningsmanden Dennis Tan, CEO for selskabet Tankoil/Petrotec, og selskaber med relation til Dennis Tan ender med at skyldes OW Bunker 156 mio. dollars, mens samhandel med selskaberne udgør op mod 85 % af nettoomsætningen i Dynamic Oil Trading i 2013, forud for koncernens konkurs.⁷

Således er kredit- og risikostyringen i OW Bunker under skarp kritik i rapporten, og et af de store spørgsmål er således om selskabet har været prissat forkert i forbindelse med børsnotering.

1.2 Problemformulering

Med udgangspunkt i problemstillingen ovenfor vurderes det således interessant belyse følgende:

⁶ DR 08.01.2016: [P1 Business: Kollaps](#)

⁷ Ship & Bunker 04.01.2016: [Tankoil / Dynamic Oil Trading Relationship Examined: Ex-Singapore Top 10 Bunker Supplier Owed DOT \\$156 Million at Time of Bankruptcy](#)



1. Indledning

”Hvad er den teoretiske værdi af OW Bunker A/S pr. den 18. marts 2014 ved indregning af den faktiske risiko- og kreditstyring i koncernen?”

Problemformuleringen understøtter således vores ønske om, at foretage en komplet analyse af OW Bunker A/S’ historiske udvikling, til anvendelse for en værdiansættelse, ud fra de, på tidspunktet for børsnoteringen og for den almene investor, tilgængelige oplysninger. Med dette udgangspunkt vil vi fokusere på at besvare opgavens problemformulering gennem følgende undersøgelsesspørgsmål:

Undersøgelsesspørgsmål:	Besvarelse:
<i>I. Hvilke faktorer i omverdenen har betydning for OW Bunker A/S samt de fremtidige indtjeningsmuligheder, og hvilke interne forhold samt strategiske tiltag fra koncernens side understøtter og imødegår disse faktorer?</i>	3.3. Delkonklusion – Strategisk analyse: SWOT-analyse (på side 42)
<i>II. Hvilke finansielle værdidrivere har styret, og vil i fremtiden styre OW Bunker A/S’ rentabilitet, og dermed skabe værdi for koncernens aktionærer?</i>	4.6. Delkonklusion - Regnskabsanalyse (på side 58)
<i>III. Hvilken værdi af selskabet, understøttes af de identificeret forhold og værdidrivere, og hvor følsom er denne værdi over for ændringer i væsentlige parametre?</i>	6.3. Delkonklusion - Værdiansættelse (på side 70)

1.3 Opgavens disposition

Opgavens disposition er illustreret i nedenfor, og er opbygget omkring faserne i værdiansættelsesprocessen.⁸

Første fase går således ud på, at skabe en forståelse af OW Bunker gennem analyse af historisk data – kvalitative såvel som kvantitative.

⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 20ff.

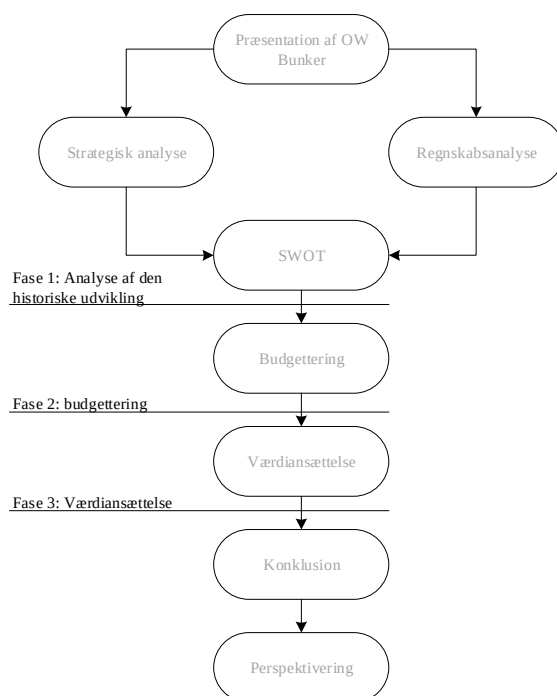


Fase et danner grundlag for fase to, hvor budgettering af proforma-opgørelser foretages ud fra forudsætninger, der er forankret i forståelsen af selskabet.

Fase tre udgør den egentlig værdiansættelse, hvor de budgetterede opgørelser konverteres til en egentlig værdiansættelse af koncernen ud fra en regnskabsbaseret værdiansættelsesmetode.

Opgaven afsluttes med en konklusion som opsamling på de tre forudgående faser, og som endelig besvarelse af opgavens problemformulering og de tilhørende undersøgelsesspørgsmål.

I forlængelse af konklusionen, følger en perspektivering, hvori opgavens emne vil blive sat ind i en større sammenhæng blandt andet gennem en betragtning af efterfølgende begivenheder (perspektivering til nutiden).



Figur 1: opgavens disposition, kilde: egen tilvirkning

1.4 Afhandlingens formål og målgruppe

Formålet med dette afgangsprøveprojekt er, at foretage en værdiansættelse af OW Bunker A/S (også benævnt OW Bunker, koncernen eller selskabet) pr. 28. marts 2014 i forbindelse med selskabets børsnotering.



1. Indledning

De seneste tilgængelige finansielle oplysninger, som kan anvendes til denne værdiansættelsen er årsregnskabet per 31. december 2013, som ligeledes er de oplysninger der er gengivet i selskabets børsprospekt.

Med de tilgængelige oplysninger vil vi, beregne en estimeret værdi af OW Bunker, for derefter at sammenholde den fundne værdi med den værdi selskabet blev børsnoteret med.

To vigtige forudsætninger for denne værdiansættelse er, at vi som analytikere ikke udviser partiskhed og at vi samtidig tager hensyn til, samt i videst mulige omfang, minimere de usikkerheder der er forbundet med værdiansættelse af selskabet.

En værdiansættelse vil således ikke munde ud i en eksakt værdi, men er udelukkende et estimat baseret på vores vurderinger, hvilket kan resultere i et estimat der er forskelligt fra øvrige estimater af selskabets fundamentale værdi.

Formålet er således at vurdere hvorvidt aktien for selskabet er prisfastsat korrekt eller hvorvidt der er tale om et over-/undervurderet selskab.

Målgruppen for denne opgave er primært analytikere og investorer, som kan forventes, at have interesse i afhandlingens konklusioner i forhold til værdiansættelse af OW Bunker.

Rapporten kan således anvendes som benchmark til øvrige værdiansættelser af OW Bunker eller som led i en videre undersøgelse af øvrige forhold som kan have haft betydning for selskabets endegyldige konkurs.

Opgaven retter sig i øvrigt mod vejleder og censor samt øvrige, som måtte have interesse i selskabet eller interesse i værdiansættelsesprocessen i øvrigt.

1.5 Metodevalg

I det følgende vil vi beskrive de metodiske valg der er truffet i forbindelse med besvarelse af opgavens problemformulering samt de tilhørende undersøgelsesspørgsmål.

Der vil således blive redegjort for valg af teori, metode samt fremgangsmåder i forbindelse med dataopbejdning, -behandling, -analyse samt -fortolkning.

Redegørelsen tager udgangspunkt i opgavens struktur og opbygning jf. det følgende.

1.5.1. Virksomhedspræsentation

Indledningsvis vil vi i opgaven give en kort præsentation af virksomheden.



Dette skal dels sikre, at modtageren har det fornødne kendskab til OW Bunker og koncernens aktiviteter samt det marked koncernen opererer på og dels sikre, at alle væsentlige forhold i forbindelse med den videre værdiansættelsen af selskabet, er belyst.

Virksomhedsbeskrivelsen vil således kort berøre selskabets historie, selskabets struktur ledelsesmæssigt såvel som organisatorisk, samt selskabets corporate governance-struktur. Præsentationen er rent beskrivende og tager udgangspunkt i sekundær data i form af ledelsesberetning i selskabets årsrapport, beskrivelse af koncernen og koncernforhold i børsprospektet, samt informationer indhentet via anerkendte nyhedsmedier- og bureauer.

1.5.2. Strategisk analyse

Den strategiske analyse tager udgangspunkt i fem særskilte analyser, som hver især berører forhold af relevans for OW Bunker.

Det overordnede formål med de strategiske analyser er, at give et samlet overblik over de muligheder og trusler der præger selskabets omverden og det marked selskabet operer i samt, at belyse selskabets interne forhold som bidrager til eller mindsker selskabets konkurrencemæssige fordele.

De strategiske analyser har direkte relation til værdiansættelsen af OW Bunker, da analyserne anvendes til, at identificere styrker, svagheder, muligheder og trusler af væsentlige betydning for selskabet.

Disse forholds underliggende værdidrivere bruges således, i samvirke med analysen af den finansielle del af OW Bunker, til den videre budgettering.

Analysen af de eksterne forhold består to konstruktioner - PESTLE⁹ og Porters Five Forces¹⁰.

Hovedelementerne i PESTLE-analysen er politiske, økonomiske, sociologiske, teknologiske, lovgivnings- og miljømæssige forhold.

⁹ Exploring strategy s. 34ff.

¹⁰ Exploring strategy s. 41ff.



1. Indledning

Den dækker således de makroøkonomiske faktorer, som virksomheden ikke selv har direkte indflydelse på.

Porters Five Forces består af fire kræfter, som påvirker det femte og sidste element i konstruktionen.

Analysen omfatter gennemgang af truslen fra potentielle nye indtrængere på markedet, truslen fra substituerende produkter, leverandørernes forhandlingsstyrke samt kundernes forhandlingsstyrke. Alle fire elementer danner baggrund for truslen fra eksisterende konkurrenter på markedet i form af den interne rivalisering.

Porters Five Forces danner således et overblik over konkurrencesituationen på markedet, som OW Bunker opererer i.

I forlængelse af omverden- og brancheanalysen betragtes de interne forhold i virksomheden. Indledningsvis vil denne analyse tage udgangspunkt i OW Bunkers fysiske, finansielle og menneskelige ressourcer samt kernekompetencer, som giver selskabet en potentiel langsigtet konkurrencemæssig fordel, i forhold til de øvrige aktører på markedet.¹¹

Ydermere vil vi inddrage Porters værdikæde¹², til analyse af de primær- og støtteaktiviteter, som i sidste ende skaber værdi for kunden.

“Når man anvender en værdikædeanalyse, vil man gennemgå alle forskellige aktiviteter, som kan forekomme hos virksomheden og finde ud af, hvor virksomheden har sine kernekompetencer, og herefter vil man kunne fokusere på disse og forsøge, at udnytte disse på den bedst mulige måde.”¹³

Ud fra de identificerede styrker og svagheder i koncernen, vil vi kortlægge den valgte konkurrence- og vækststrategi.

¹¹ Exploring strategy s. 70ff

¹² Exploring strategy s. 83ff

¹³ <http://hduddannelse.dk/vaerdikaedeanalyse/>



Analysen tager udgangspunkt i Porters generiske konkurrence strategier¹⁴ som definere fire mulige scenarier ud fra selskabets konkurrencemæssige omfang og fordele, samt i Ansoff's vækstmatrice¹⁵ der definerer fire overordnet strategier ud fra betragtning af produkt og marked.

Som opsamling på strategiafsnittet udarbejdes der en SWOT-analyse, som bidrager med et samlet overblik over de identificerede muligheder og trusler i omverdenen og branchen, samt de identificerede styrker og svagheder, internt i virksomheden.

SWOT-analysen vil samtidig fungere som kobling mellem den strategiske og den finansielle analyse, da identificerede muligheder, trusler, styrker og svagheder kobles op på de værdidrivere som er styrende for de respektive forhold og vice versa.

Strategiafsnittet er primært et analyseafsnit, med udgangspunkt i sekundær data.

Data indsamles fra ledelsesberetninger fra OW Bunkers såvel som fra de nærmeste konkurrenter, selskabets børsprospekt, samt uafhængige markedsanalyser fra blandt andet IHS¹⁶ og Pace Global¹⁷ som begge er leverandør af dybdegående markeds- og industrianalyser til statslige såvel som private institutioner og virksomheder på verdensplan.

1.5.3. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen udarbejdes for, at belyse OW Bunker A/S' historiske og nuværende finansielle stilling.

Forud for den egentlige regnskabsanalyse reformuleres resultatopgørelser, balancer og egenkapitalopgørelser.¹⁸

Reformuleringerne sikrer at de finansielle opgørelser er anvendelige til analysebrug og skaber et overblik over rentabiliteten af blandt andet selskabets kerneforretning, samt hvilke aktiviteter der er værdiskabende.

¹⁴ Exploring strategy s. 193ff

¹⁵ Exploring strategy s. 226ff

¹⁶ Om IHS – <https://www.ihs.com/about/index.html>

¹⁷ Om Pace Global - <http://www.paceglobal.com/about/>

¹⁸ OW Bunker Børsprospekt s. F1-F51



1. Indledning

På baggrund af de reformulerede opgørelser udarbejdes den historiske regnskabsanalyse af rentabiliteten, samt en analyse af væksten på baggrund af finansielle nøgletal.

Regnskabsanalysen skal danne grundlag for den videre budgettering og ultimativt, værdiansættelsen af selskabet.

Som udgangspunkt for denne analyse anvendes DuPont-modellen.¹⁹

1.5.4. Budgettering

Med udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen udarbejdes proforma-opgørelser for en budgetperiode på fem år (2014-2018). I forlængelse heraf indeholder opgørelserne også en terminalperiode²⁰, da budgettering er foretaget ud fra en going concern betragtning.²¹

Hvor regnskabsanalysen bygger på historisk data, vil budgetteringen således danne et billede af de fremtidige forventninger til selskabets rentabilitet og vækst på baggrund de forudgående analyser.

Data til brug for analysen, er hentet i de forrige analyser og vil være forbundet med en vis usikkerhed, i og med, at der er tale om fremtidig forventning, som i øvrigt kan påvirkes af andre forhold, end de der tages højde for i opgaven.

1.5.5. Værdiansættelse

Som det sidste afsnit, inden opgavens konklusion foretages værdiansættelsen af selskabet ved brug af en absolut værdiansættelsesmodel²².

I opgaven tages der udgangspunkt i RIDO-modellen, som er en residualindkomstmodel der måler residualoverskud til alle kapitalindskydere.

Derigennem beregnes en estimeret virksomhedsværdi for OW Bunker ud fra de forudsætninger der er angivet i forbindelse med budgetteringen.

¹⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 210.

²⁰ Se bilag 10

²¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 32f.

²² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 32f.



Den anvendte diskonteringsfaktor er virksomhedens vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC).

WACC består af ejernes afkastkrav, værdien af egenkapitalen, lånerenten og værdien af den nettorentebærende gæld, og er således et udtryk for afkastkravet til alle kapitalindskydere - ejere såvel som långivere.

Til fastlæggelse af værdien af egenkapitalen, og netto rentebærende gæld anvendes markedsværdier og en vigtig antagelse er således, at den nettorentebærende gæld antages at være bogført til markedsværdi. Dette vil være angivet i regnskabspraksis, hvilket understøtter vigtigheden af op- og bearbejdning af data der kommer fra forudgående analyser.

Da OW Bunker ikke er børsnoteret på tidspunktet for værdiansættelsen, kendes markedsværdien af egenkapitalen. Ydermere ville den give anledning til en udfordring i og med at hele formålet med øvelsen, er at estimere denne markedsværdi. Som alternativ hertil kan den langsigtede kapitalstruktur anvendes som et skøn over den kapitalstruktur selskabet gennem løbende re-balancering formodes at sigte imod.²³

1.6. Afgrænsninger

For at sikre at opgaven fastholdes inden for rimelige rammer i henhold til problemformuleringen samt for, at sikre en så konkret besvarelse heraf, som muligt, har det været nødvendigt, at foretage en række afgrænsninger, jf. nedenstående.

Den tidsmæssige afgrænsning for, hvornår der ikke medtages nye informationer, er fastsat til 28 marts 2014 – dato for børsnoteringen.

Det er således vores vurdering, at alle forhold af væsentlig betydning for selskabets værdi i forbindelse med selskabets børsnoteringen på Københavns Fondsbørs er afspejlet i vores værdiansættelse på lige fod med prisen, selskabet blev børsnoteret til.

Ydermere afgrænser vi os fra at anvende regnskabsdata fra før 2011 i forbindelsen med regnskabsanalysen grundet manglende sammenlignelighed i data.

Dette skyldes, at koncernen blev stiftet den 1. januar 2013 og overtog hele aktiekapitalen i Wrist Marine Supplies A/S i november 2013.

²³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 260.

1. Indledning

Koncernregnskabet for Wrist Marine Supplies A/S blev i tidligere år udarbejdet i overensstemmelse med de danske regnskabsprincipper og koncernregnskabet for 2013 er således det første regnskab der er aflagt efter IFRS.²⁴

Vi har ligeledes afgrænset os fra, at måle effekten af konverteringen af sammenligningstal fra DKK til USD, da dette er gjort efter historiske kurser, hvorfor vi betragter denne konvertering som plausibel.

I forhold til anvendelse af værdiansættelsesmodeller, tages der i opgaven, udgangspunkt i én residualindkomstmodel til værdiansættelse af selskabet.

Øvrige værdiansættelsesmodeller, som dividende- og cashflow-modeller vurderes mindre relevante i denne sammenhæng, da disse modeller i teorien bør give samme værdi ved korrekt anvendelse.

Det er således ikke vores vurdering at disse modeller vil bidrage med yderligere relevant understøttelse til den endelige besvarelse af opgavens overordnet problem.

Vi har ligeledes afgrænset os fra at foretage flere scenarieanalyser i forbindelse med budgetteringen. Dette er gjort ud fra en betragtning af formålet med opgaven.

Det er således vores vurdering, at en følsomhedsanalyse af selskabets fundamentale værdi på baggrund af ændringer i de væsentligste parametre (vækstrate og diskonteringsfaktor), er tilstrækkeligt, til at foretage en vurdering af den estimeret værdi, samt de forudsætninger der ligger til grund for markedsprisen i forbindelse med børsnoteringen.

Den endelige værdiansættelse af OW Bunker vil endvidere ikke belyse eventuelle restrukturerings- og synergigevinster såfremt den nye ejerkreds bidrager med sådanne potentialer selskabets børsnotering.

Grundet mangel på pålidelig data og analyser af særskilte forretningsenheder og segmenter i koncernen har vi ligeledes afgrænset den organisatoriske enhed, der er genstand for gennemgang, analyse og værdiansættelse i opgaven, til kun at omfatte koncernen OW Bunker A/S dennes aktivitet.

²⁴ OW Bunker Børsprospekt – Note 30 s. F37



Ovenstående afgrænsning er ikke en udtømmende liste. Såfremt det vurderes nødvendigt, at foretage yderligere afgrænsninger end de ovenfor, vil disse således være beskrevet under de respektive afsnit igennem opgaven.

Alle tal er opgjort i USD. Vi anvender derfor USD-kursen pr. 31. december 2013, når vi anvender regnskabstallene. I forbindelse med værdiansættelsen afgrænser vi os derfor fra udvikling i USD.

1.7. Kildekritik

En forudsætning for at skabe en plausibel videnskabelig rapport er, at der er foretaget en vurdering af kvaliteten af anvendt data opgaven.

Dataindsamlingen omfatter som udgangspunkt sekundær data - desk study – og der er således gjort brug af data fra anerkendte medier, så som DR, Berlingske, Børsen, ShippingWatch.

Der er ydermere anvendte brancherapporter og -analyser fra uafhængige analyse bureauer som IHS og Pace Global.

For begge organisationers vedkommende er der foretaget en grundig undersøgelsen af baggrund og historie, for at sikre pålideligheden, samt gyldigheden af den anvendte data jf. nedenfor.

Kvalitetsvurderingen omfatter pålideligheden af data – reliabiliteten – samt gyldigheden af data – validiteten.

Alt data, materiale og litteratur i øvrigt, som er anvendt i opgaven, har således været kritisk belyst med henblik på graden af gyldighed og pålidelighed for at skabe et hensigtsmæssigt og troværdigt resultat.

Opgaven gør udelukkende brug af sekundær data i det op- og bearbejdelse heraf er tidsbesparende og mindre ressourcekrævende end primær data.

Virksomhedsbeskrivelsen og de strategiske analyse gør primært brug af kvalitativ data hvorfor validiteten i særdeles er vigtig da udsagn fra selskabet selv, eller nære interessenter kan betvivles af den kritiske læser.

I opgaven er der således taget højde herfor, ved ligeledes at anvende uafhængige kilder som understøttende dokumentation for de konklusioner der drages på baggrund af data, der kan betragtes som ikke-uafhængig.



1. Indledning

Regnskabsanalyser, budgettering og værdiansættelser gør primært brug af kvantitativ data og her er det således reliabiliteten der er i fokus.

Reformuleringer er i sidste instans en mere eller mindre subjektiv øvelse, som har betydning for udfaldet af værdiansættelsen. I og med at opgaven er et resultat af et samarbejde, har data, og analyse heraf, været diskuteret ihærdigt, hvilket vurderes at give en mere balanceret fortolkning. Anvendt regnskabsdata er ligeledes revideret af statsautoriseret revisorer, som betragtes som offentlighedens tillidsrepræsentant. Dette giver en hvis sikkerhed for den data der ligger til grund for analyserne i opgaven, om end revisor kun erklærer sig med høj grad af sikkerhed og ikke 100 % sikkerhed om, at koncernregnskabet er uden væsentlige fejl.



2. Præsentation af OW Bunker A/S

2.1. Historie

OW Bunkers historie begyndte i 1953, da Ove Wrist blev opfordret af to venner til, at gå selvstændig. Hovedaktiviteten var skibsproviantering til de både og skibe der måtte ligge til i Aalborg Havn. I midten af 1960'erne valgte Ove Wrist, at gå på pension, mens en række ledende medarbejdere, som havde været med fra start blev medejere af det omdannede aktieselskab Ove Wrist & Co. A/S i 1970.²⁵

Det var i 1980, at der for alvor var vækst og fremdrift.

OW Bunker blev stiftet i Danmark, som en del af Wrist Group. Man havde udvidet med fysisk distribution af skibsbrændstof, hvor det primære fokus lå frem til 2000, og med årene voksede distributionsforretningen sig større end skibsprovianteringen.²⁶

Fra 2000 og frem til 2006 ville OW Bunker være den førende aktør på reselling-markedet for skibsbrændstof og var i fuld gang med geografiske ekspansioner til nye havne - først i skandinavian og senere hen i resten af verdenen. Figur 2 nedenfor viser en oversigt over OW Bunkers ekspansion.

Som det fremgår af tidslinjen er selskabet blevet omdannet flere gange og i 2007 blev Wrist Group opkøbt af Altor Fund II for 821 mio. kr.²⁷

“OW Bunker er en førende global logistikvirksomhed inden for skibsbrændstof med en anslået markedsandel på ca. 7 % baseret på volumen for de 12 måneder, der sluttede 30. september 2013. OW Bunker markedsfører, sælger og distribuerer skibsbrændstof samt ydelser forbundet med bunkering i havn og offshore på globalt plan. OW Bunkers resultat er baseret på den distribuerede mængde brændstof og den servicemargin, kunderne opkræves pr. distribueret ton brændstof, og ikke på de underliggende brændstofpriser.”²⁸

²⁵ <http://shippingwatch.dk/secure/Services/article7320359.ece>

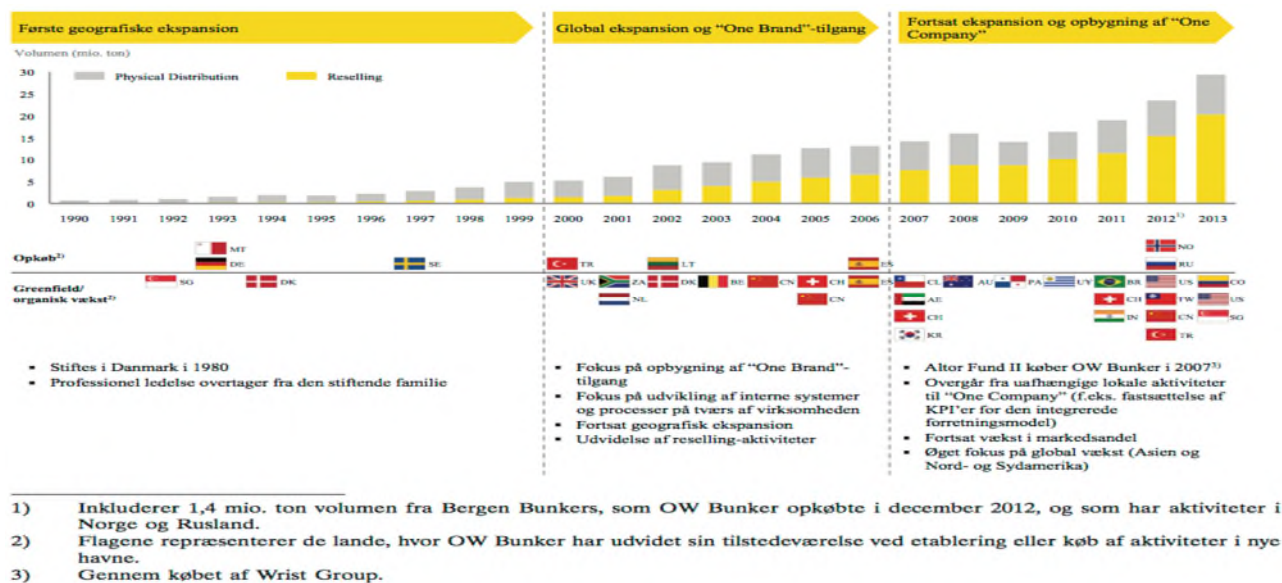
²⁶ OW Bunker Børsprospekt s. 72 - “Historisk baggrund”.

²⁷ <http://shippingwatch.dk/secure/Services/article7320359.ece>

²⁸ OW Bunker Børsprospekt s. 73 - “OW Bunkers aktiviteter”



2. Præsentation af OW Bunker A/S



Figur 2: OW Bunker A/S' ekspansion, Kilde: OW Bunker Børsprospekt s. 73

2.2. Bestyrelse og direktion

2.2.1. Bestyrelse

"Bestyrelsen har ansvaret for Selskabets overordnede og strategiske ledelse og ansætter og afskediger medlemmerne af Direktionen, der er ansvarlige for den daglige drift."²⁹

Bestyrelsen, som bliver valgt selskabets generalforsamling, skal bestå af mindst fem og højst syv medlemmer.

Selskabet har vurderet, at de udvalgte medlemmer besidder de nødvendige faglige kompetencer og erfaring.³⁰

²⁹ OW Bunker Børsprospekt s. 132 – "Bestyrelse"

³⁰ OW Bunker Børsprospekt s. 132 – "Bestyrelse"



2. Præsentation af OW Bunker A/S

	Hverv	Anses for uafhængig ¹⁾	Valgt første gang	Udløb af valgperiode
Niels Henrik Jensen	Bestyrelsesformand	Uafhængig	2014	2015 ³⁾
Søren Johansen ²⁾	Næstformand	Ikke uafhængig	2013	2015 ³⁾
Tom Behrens-Sørensen	Medlem	Uafhængig	2014	2015 ³⁾
Jakob Brogaard	Medlem	Uafhængig	2013	2015 ³⁾
Kurt K. Larsen	Medlem	Uafhængig	2014	2015 ³⁾
Petter Samlin	Medlem	Ikke uafhængig	2013	2015 ³⁾

1) Selskabet har baseret sin vurdering af uafhængighed på kriterierne, der er indeholdt i Anbefalingerne for God Selskabsledelse (som defineret nedenfor).

2) Søren Johansen blev valgt til Næstformand på Selskabets ordinære generalforsamling den 4. marts 2014.

3) Udløber i forbindelse med Selskabets ordinære generalforsamling, der afholdes før udgangen af april 2015. Medlemmerne af Bestyrelsen kan genvælges.

Figur 3: Bestyrelsesoversigt, Kilde: OW Bunker Børsprospekt s. 132 – ”Bestyrelse”

Som det fremgår af ovenstående er der valgt 6 medlemmer af bestyrelsen, hvoraf 2 ikke er uafhængige. Dette skyldes, at Søren Johansen er partner og CEO i Altor Equity Partners A/S, som er hovedaktionær i OW Bunker A/S. Petter Samlin er ligeledes ansat ved Altor.

Af børsprospektet er der biografier på samtlige bestyrelsesmedlemmer. Til trods for at hele bestyrelsen i OW Bunker er relativ ny, fremgår det af disse biografier, at de alle har meget erfaring, da de stadig er aktive i flere bestyrelser.

2.2.1. Direktionen

Direktionen, som er ansat af den udvalgte bestyrelse, skal bestå af et til fire medlemmer, der har til opgave, at varetage den overordnede daglige ledelse.

Selskabet har ligeledes vurderet, at Direktionen besidder de nødvendige faglige kompetencer og erfaring.³¹

	Stilling	År for ansættelse i Koncernen	År for udnævnelse til nuværende stilling i Koncernen
Jim Pedersen	CEO	1997	2000
Morten Skou	EVP – CFO	1999	2007

Figur 4: Direktionsoversigt, Kilde: OW Bunker Børsprospekt s. 135 – ”Direktion”

Før Jim Pedersens ansættelse i 1997, har han tidligere arbejdet for internationale selskaber, som Danske Shell A/S, Texaco A/S og Dong Energy A/S, hvilket givet Jim mange års erfaring i olieindustrien.

I 2000 blev han udnævnt som CEO i forbindelse med etableringen af Wrist Group.

Morten Skou har været ansat siden 1999, og har førhen arbejdet som revisor for nogle af de store revisionshuse. Han blev udnævnt som CFO i 2007.

³¹ OW Bunker Børsprospekt s. 135 – ”Direktion”



3. Strategisk analyse

2.3. Aktionærforhold

Pr. dato for børsprospektets ejer Altor 97,7 % af OW Bunker A/S mens de øvrige 2,3 % ejes af bestyrelsesmedlemmer, direktion og øvrige aktionærer.

Aktionærforholdene fremgår af bilag 1.

2.4. Koncernforhold

I koncernregnskabet for 2013, fremgår koncernstrukturen i regnskabets note 9.

Denne koncernstruktur er vedlagt som bilag til opgaven, som illustration af, hvor stor en koncern OW Bunker A/S er, samt hvor mange lande koncernen opererer i (se bilag 2)

3. Strategisk analyse

Med udgangspunkt i tilgængelig information, ønsker vi, at fastlægge og forstå selskabets strategiske position.

Dette vil vi gøre gennem en beskrivelse og sammenholdelse af selskabets omverdenen og de eksisterende ressourcer og kompetencer eller mangel på samme, som kan påvirke selskabets position og potentiale i forhold til de identificeret muligheder og trusler.

Vores beskrivelse vil tage udgangspunkt i fire trin gående fra en bred, imod en selskabsspecifik beskrivelse.

Første trin består af en beskrivelse af makromiljøet. Denne beskrivelse tager udgangspunkt i en beskrivelse af de politiske, økonomiske, sociokulturelle samt teknologiske forhold der øver indflydelse på selskabet og som dermed kræver tilpasning.

Dernæst bevæger vi os et skridt nærmere organisationen, via en beskrivelse af industrien for bunkering/salg af skibsbrændstof, ved anvendelse af Portes Five Forces og industri livscyklus. Som tredje trin, vil vi se nærmere på konkurrencen og markedet og i særdeleshed de interne forhold.

Som det sidste og fjerde trin, vil vi anvende en SWOT-analyse til at opsummere hele den strategiske analyse.



3.1. Ekstern analyse

3.1.1. PESTLE

Politiske, miljømæssige og lovmæssige forhold

“OW Bunker er underlagt en række internationale konventioner, love og regler, der er gældende i de lande hvor Koncernen har aktiviteter, eller hvor Koncernens skibe måtte være i drift eller registreret.”³²

Dette indebærer strenge miljøkrav særligt vedrørende emissionskontrol, som tvinger rederierne i branchen til, at bruge renere og mere miljøvenligt brændstoffer. Der er ligeledes krav om *“forebyggelse af forurening af havmiljøet fra skibe, som sker i forbindelse med drift eller uheld”*.³³

Derudover har International Maritime Organization (“IMO”) vedtaget en række andre krav. Herunder forebyggelse af luftforurening. Her har man implementeret en øget reduktion af svovlindholdet i skibsbrændstof.

Den 1. januar 2012, reducerede man kravet til svovlindhold fra 4,5 % til 3,5 % og det er ligeledes vedtaget, at den 1. januar 2020, skal kravet reduceres yderligere til 0,5 %³⁴. Disse krav gælder dog kun udenfor emission control areas (“ECA-områder”), da kravene i disse områder er endnu strengere.

Fra den 1. januar 2010 har skibe i drift ikke måtte anvende brændstof med et svovlindhold på over 1 %, der yderligere blev reduceret til 0,1 % den 1. januar 2015.

ECA-områderne er på nuværende tidspunkt kysterne langs Nordamerika samt Nord- og Østersøen. Det forventes, at der løbende vil komme flere og flere ECA-områder.³⁵

Endvidere er der den 1. januar 2013 kommet to nye obligatoriske krav vedrørende regulering af udledning af drivhusgasser fra skibe. Begge krav går på energieffektivisering.³⁶

³² OW Bunker Børsprospekt s. 86 - “Lovgivning”

³³ OW Bunker Børsprospekt s. 86 - “Forebyggelse af havforurening fra skibe”

³⁴ OW Bunker Børsprospekt s. 87 - “Udledning til luften”

³⁵ OW Bunker Børsprospekt s. 87 - “Udledning til luften”

³⁶ OW Bunker Børsprospekt s. 87 - “Regulering vedrørende drivhusgas”



3. Strategisk analyse

Da OW Bunker opererer med 29 skibe³⁷, vil de også skulle overholde sikkerhedsmæssige krav, der er til søs og ombord på et skib. Dette inkluderer vedtagelse af en sikkerheds- og miljøbeskyttelsespolitik, der indeholder instruktioner og procedurer i tilfælde af nødsituationer. Derudover får skibsansvarlig udstedt et certifikat for sikker skibsdrift.³⁸

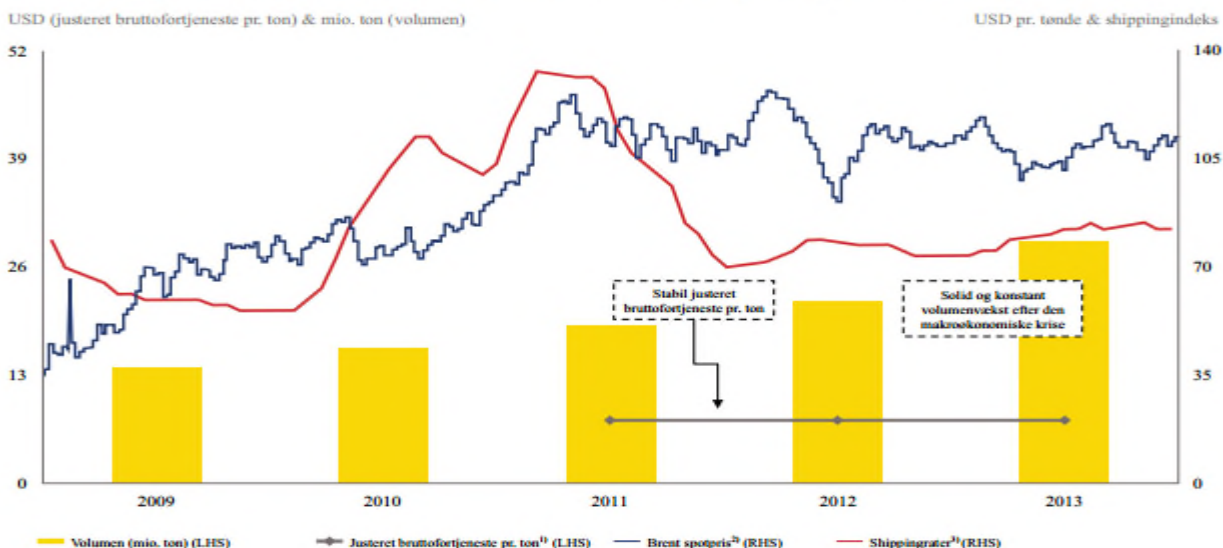
Økonomiske forhold

Da vi har, at gøre med et selskab, hvis primære aktivitet er distribution af skibsbrændstof, er selskabet naturligt afhængig af udviklingen af oliepriserne. Herudover bliver OW Bunkers regnskab aflagt i dollars, hvorfor de ligeledes er afhængig af valutakursudvikling af dollaren mod den danske krone. Endvidere afhænger OW Bunker også af efterspørgslen på shipping ydelser på et international handelsmarked. Alle tre faktorer, som finanskrisen har haft en indvirkning på siden 2008.

Den globale finanskrisen i 2008 resulterede i et markant prisfald i råolie, hvor fuelolie og gasolie fulgte med³⁹.

Fra 2008 til 2009 faldt prisen pr. tønde olie fra ca. \$142 til ca. \$35 i 2009, mens man i 2013 lå på et niveau omkring \$115 pr. tønde olie, som det fremgår af nedenstående figur.

Volumen og justeret bruttofortjeneste pr. ton i forhold til spotprisen på Brent og shippingrater



Figur 5: Volumen og justeret bruttofortjeneste, Kilde: OW Bunker Børsprospekt s. 62

³⁷ OW Bunker Børsprospekt s. 62 - "Virksomhedsbeskrivelse"

³⁸ OW Bunker Børsprospekt s. 88 - "Sikkerhedskrav"

³⁹ OW Bunker Børsprospekt s. 60 - "Fastsættelse af prisen på skibsbrændstof"

Finanskrisen betød en nedgang i international handel, som havde en direkte effekt på en mindre efterspørgsel inde for shipping ydelser. I børsprospektet anslår man, at finanskrisen har medført en nedgang i det samlede transaktionsvolumen på markedet for skibsbrændstof på mere end 6 % i forhold til 2007. Til trods for nedgange var OW Bunker alligevel i stand til, at erobre markedsandele.⁴⁰

Da OW Bunker afhænger af international samhandel, i form af shipping ydelser på tværs af landegrænser og oceaner, har efterspørgslen derfor en vigtig økonomisk faktor for selskabet. Dette belyser hvor konjunkturfølsom OW Bunker er over for den globale økonomi.

Sociologiske forhold

I forlængelse af de økonomiske faktorer vil efterspørgslen fra de enkelte kunder have stor betydning. Efterspørgslen og købekraften stiger, og følger tendensen i det globale markedet, når der er højkonjunktur.

Man kan dog diskutere hvor meget OW Bunker afhænger af deres kunders kunder, da olie er en råvare, som der på nuværende tidspunkt altid vil være stor efterspørgsel efter.

Kun 33 % af det brændstof, som selskabet har indkøbt blev leveret direkte til slutbrugerskibe, mens de resterende 67 % gik til eksterne parter, der ikke var slutbrugere (f.eks. fysiske distributører, store olieselskaber, råvarehandlere m.v.).⁴¹

Det vil sige, at selskabet i mindre grad er afhængig af import og eksport i shippingbranchen, da størstedelen af brændstoffet typisk vil gå til eksterne parter.

Teknologiske forhold

Som udgangspunkt afhænger en stor del af de teknologiske forhold af de politiske-, miljø- og lovgivningsmæssige forhold.

OW Bunker kan vælge, at skifte til gasolie for, at overholde miljøkravene. Der er dog også en række forskellige alternative teknologier, som ligeledes gør dette muligt. Blandt andet

⁴⁰ OW Bunker Børsprospekt s. 28 - "Den globale økonomiske udvikling mv. "

⁴¹ OW Bunker Børsprospekt s. 77 - "Physical Distribution, Indkøb"



3. Strategisk analyse

“...ved, at installere rensningssystemer for udstødningsgas (eller svovloxid-skrubberteknologi), som kan reducere svovlindholdet i motorens udstødningsgas, så det kommer under grænseværdierne”⁴²

Flere rederier ser netop disse skrubberanlæg, som værende en god investering. Anlægget foruden løbende reparationer og vedligeholdelse, er det en større investering, som der også skal kunne betale sig.

Da kravene er strengere i ECA-områderne og da der forventes, at komme flere ECA-områder på sigt, vil dette være en god investering såfremt man har kapitalen til det.

3.1.2 Porters Five Forces

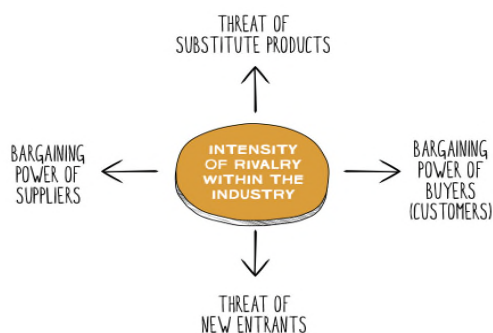
Når vi skal definere strukturen af den industri OW Bunker opererer i, er Michael Porter's Five Forces-model et uundgåeligt værktøj.

Modellen beskriver de kræfter i industrien, som kan påvirke på, hvor attraktiv den er.

De fem forhold, modellen tager udgangspunkt i er⁴³;

1. den interne konkurrence/rivalisering blandt eksisterende aktører i industrien,
2. truslen om nye aktører på markedet,
3. truslen om substituerende produkter/ydelser,
4. Kundernes forhandlingsstyrke, og
5. Leverandørernes forhandlingsstyrke.

PORTER'S FIVE FORCES MODEL



Figur 6: Porters Five Forces, Kilde: <http://www.smartinsights.com/>

⁴² OW Bunker Børsprospekt s. 87 - "Udledning til luften"

⁴³ Strategibogen s. 41ff.

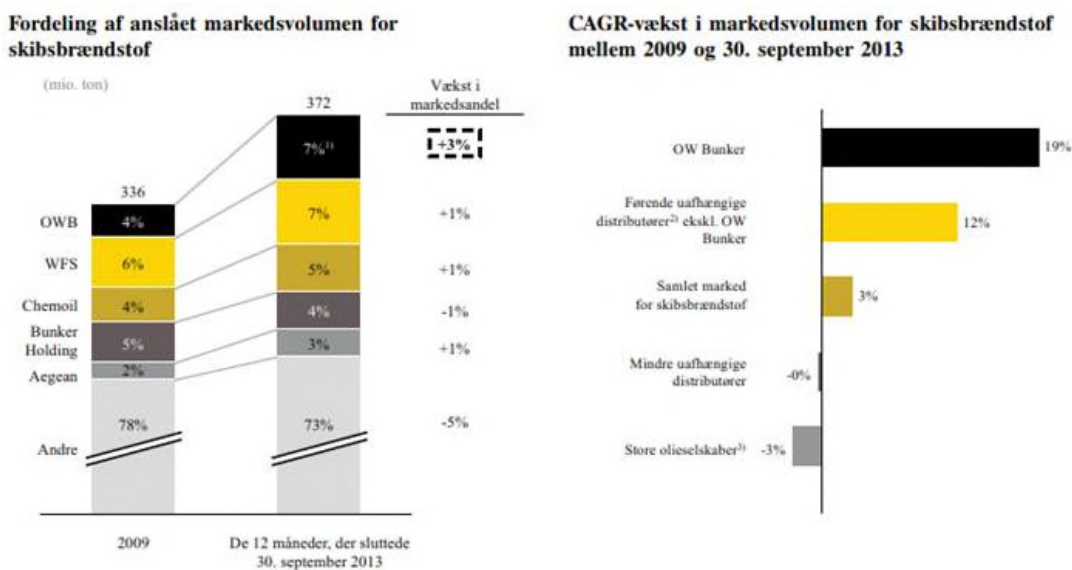
Samlet set skal en gennemgang af disse faktorer, hjælpe os med, at definere den industri OW Bunker opererede indenfor.

Rivaliseringen i industrien

Når vi betragter markedet for skibsbrændstof, og i særdeleshed segmenterne lagring/blanding, salg/reselling samt fysisk levering, er der enkelte forhold, der giver en klar indikation af niveauet for og intensiteten af rivalisering.

Markedsaktørerne kan opdeles i tre grupper, bestående af henholdsvis store olieselskaber, førende uafhængige distributører (herunder OW Bunker), samt mindre uafhængige distributører. Som det fremgår af figuren nedenfor, har markedet for skibsbrændstof haft en samlet årlig vækstrate i markedsvolumen på 3 %, mens OW Bunker i samme periode har oplevet en samlet årlige vækstrate på 19 %.

OW Bunkers vækstrate har ligget en anelse over niveauet for de resterende førende uafhængige distributører, som har haft en gennemsnitlig samlet årlig vækstrate på 12 % jf. figur 7.



Kilde: Ledelsens skøn baseret på oplysninger fra branchepublikationer og andre oplysninger.

- 1) OW Bunkers volumen for de 12 måneder, der sluttede 30. september 2013, omfatter 355.200 ton volumen fra Bergen Bunkers AS ("Bergen Bunkers") for 4. kvartal 2012. OW Bunker opkøbte Bergen Bunkers i december 2012.
- 2) Inkluderer World Fuel Services, Chemoil, Bunker Holding A/S, Aegean, Brightoil, Vitol, Monjasa og Bominflot.
- 3) Inkluderer store integrerede olieselskaber (f.eks. ExxonMobil, ConocoPhillips, Total, Shell og Petrobras).

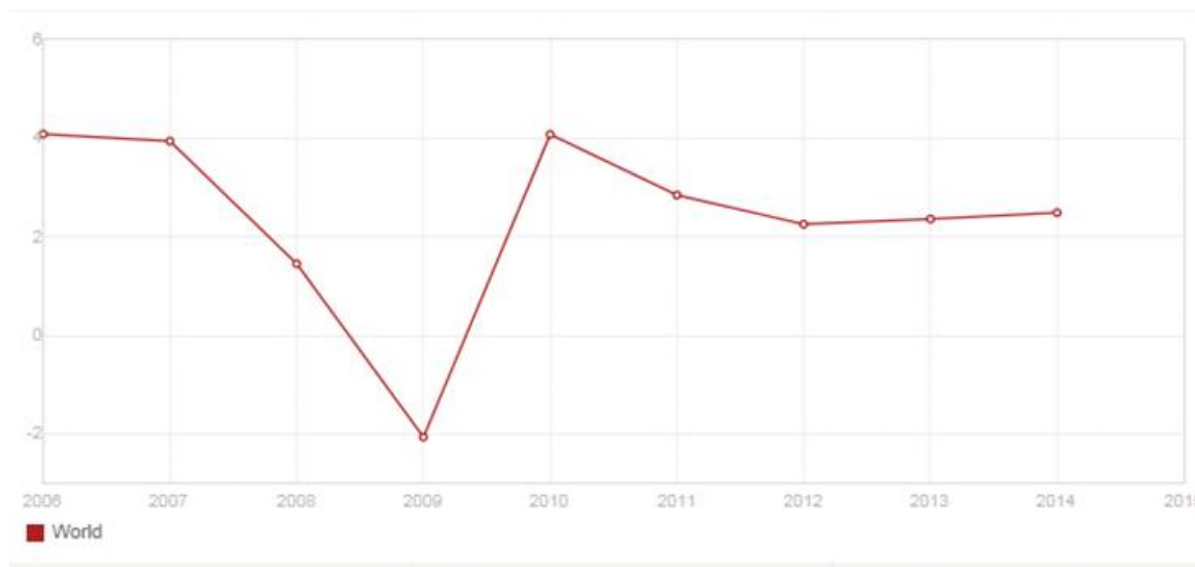
Figur 7: CAGR og volumenvækst 2009-2013, Kilde: OW Bunker børsprospekt s. 56

OW Bunker befinder sig således på et marked, der er præget af konkurrenter af nogenlunde samme størrelse set i forhold til markedsandele.



3. Strategisk analyse

Alt imens væksten på markedet for skibsbrændstof har ligget på niveau med den globale årlige BNP vækstrate⁴⁴, har OW Bunker og de øvrige førende uafhængige distributører oplevet en samlet årlig vækstrate på omkring 12 %, hvilket er 8-9 procentpoint højere end markedet som helhed.



Figur 8: GDP Growth (annual %), Kilde: Verdensbanken

Ovenstående beskrivelse af den konkurrencemæssige balance på markedet samt vækstraterne i industrien, sammenholdt med det faktum, at der er tale om en industri, som kræver store investeringer til skibe, faciliteter til lagring og blanding, indikerer, at OW Bunker befinder sig på et marked præget af høj rivalisering.

Den lave grad af differentiering, som følge af, at der er tale om et marked der er bygget op omkring råvaren olie, er med til, at understrege det faktum, da omkostningerne i forbindelse med skift af leverandører, set fra kundernes synsvinkel er relativt lave og dermed øges rivaliseringen. Nedenstående tabel med tilhørende graf viser den historiske udvikling af EBIT for OW Bunker sammenlignet med 2 konkurrenter - World Fuel Services og Aegean Oil.

Vi ville gøre brug af yderligere 2 konkurrenter (Brightoil og Chemoil), men grundet manglende datagrundlag har disse selskaber ikke kunnet anvendes til nedenstående sammenholdelse. Der er en sammenlignelig udvikling i EBIT for alle tre selskaber, som i 2013 endte på en gennemsnitlig EBIT på 0,67 %.

⁴⁴ <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries?display=graph>



3. Strategisk analyse

Dette afspejler også den generelle tendens i industrien, hvor man ser lave overskudsgrader.

Aegean	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Revenue	6.334.729,00	7.258.960,00	6.965.465,00	4.971.635,00	2.470.960,00	2.777.972,00
Cost of revenue	6.048.737,00	6.956.311,00	6.689.167,00	4.744.353,00	2.281.490,00	2.608.244,00
Revenue	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Cost of revenue	95,49%	95,83%	96,03%	95,43%	92,33%	93,89%

Tabel 1: Konkurrents historiske bruttomarginer, Kilde: Egen tilvirkning

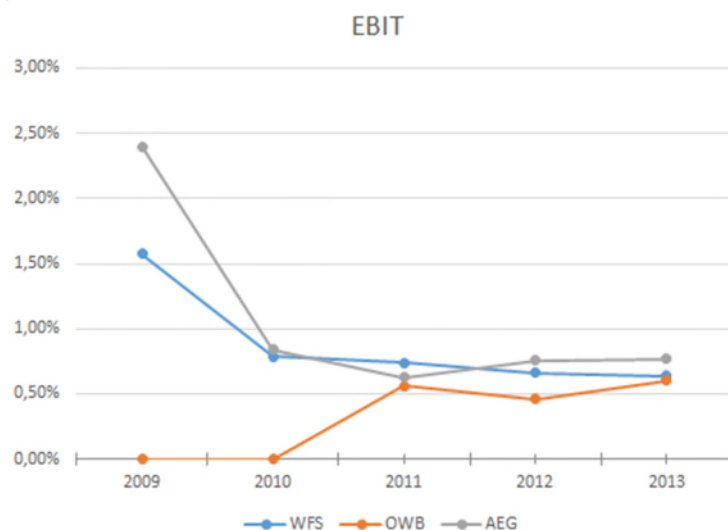
Da den høje EBIT-margin i 2009 virker iøjnefaldende, har vi undersøgt hvad en mulig årsag kunne være til dette.

Ovenstående tabel viser hvor stor en andel vareforbruget udgør af nettoomsætningen i Aegean. I 2009 udgør vareforbruget 92,33 % af nettoomsætning, mens det er steget til 95,43 % i 2010, som vi antager formentlig skyldes, at man har indgået hedging kontrakter på råolie i 2008.

Disse kontrakter varer angiveligt i 12 måneder, altså til og med 2009. Her har man sikret sig mod olieprisens fald i 2008 i takt med finanskrisen, som først får sin fulde indvirkning og effekt i 2010. Det må ligeledes antages, at det har den største effekt på ændringen af EBIT-marginen, som er illustreret nedenfor.

t.USD	EBIT	2009	2010	2011	2012	2013
WFS	Oms	11.295.177,00	19.131.147,00	34.662.854,00	38.945.338,00	41.561.947,00
	EBIT	177.530,00	149.909,00	256.972,00	257.023,00	264.358,00
		1,57%	0,78%	0,74%	0,66%	0,64%
OWB	Oms			11.750.100,0	14.123.400,0	16.986.800,0
	EBIT			66.200,0	64.600,0	102.000,0
				0,56%	0,46%	0,60%
AEG	Oms	2.470.960	4.971.635	6.965.465	7.258.960	6.334.729
	EBIT	59.216	41.826	43.503	55.045	48.753
		2,40%	0,84%	0,62%	0,76%	0,77%

Tabel 2: Historiske EBIT-marginer på bunkermarkedet, Kilde: Egen tilvirkning



Figur 9: Historiske EBIT-marginer på bunkermarkedet, Kilde: Egen tilvirkning



3. Strategisk analyse

Adgangsbarrierer

En anden vigtig parameter, at betragte er, ny indtrængende på markedet og påvirkning af konkurrencen.

Adgangsbarriererne til markedet for bunkering består af flere væsentlige faktorer, som potentielle nye aktører, såvel som de mindre lokale uafhængige distributører, skal overkomme, hvis de ønsker, at konkurrere på markedet.

Skala er en af disse faktorer som giver de førende uafhængige distributører af skibsbrændstof en fordel i konkurrence, da skala kan medføre omkostningssynergier. Effektivisering af drift og administration samt bedre vilkår ved leverandører grundet større aftaget mængder, skaber en forbedret lønsomhed gennem højere marginer.

Den globale tilstedeværelse har ligeledes betydning da den, giver en stærkere og mere længerevarende relation til kunder og leverandører som følge af et mere, attraktivt og konsistent produktudbud til kunder, og et større forretningsomfang for leverandør.

En anden barriere som skal overkommes, er afledt af den gennemsigtighed, der i dag findes på markedet og den øgede professionalisering der hersker blandt kunderne.

Brændstofomkostninger kan i visse tilfælde udgøre mere end 70 % af de omkostninger der er forbundet med skibsdrift.⁴⁵ Dette skaber grobund for en øget professionalisering blandt kunderne på markedet, i et forsøg på, at nedbringe omkostninger til skibsbrændstof.

Den øgede professionalisering skaber en større efterspørgsel på serviceydelser, samt risiko- og likviditetsstyrings produkter, som de større uafhængige distributører af brændstof har lettere ved, at tilbyde end de mindre og regionale aktører.

Samtidig har industrien for skibsbrændstof oplevet en øget regulering af markedet gennem det seneste årti og den udvikling må forventes, at fortsætte, med klima på den globale politiske dagsorden.⁴⁶

⁴⁵ OW Bunker Børsprospekt s. 57

⁴⁶ OW Bunker Børsprospekt s. 58



Dette skaber et behov for professionelle distributører af brændstof, som har den fornødne knowhow og de økonomiske midler, der skal til for, at opfylde og overholde den stadig mere komplekse regulering. Se i øvrigt nærmere beskrivelse af de lovgivningsmæssige forhold der præger industrien og markedet for skibsbrændstof, under PESTLE-analysen.

Substituerende produkter

Når vi betragter substituerede produkter og truslen herfra, er det i særdeleshed det øgede fokus på overholdelse af miljøkrav der skaber denne trussel.

De strengere miljøkrav og hovedsageligt, kravene vedrørende emissionskontrol, presser rederibranchen til mere miljøvenlige brændstoffer, hvilket påvirker efterspørgslen efter skibsbrændstof af højere kvalitet.

Svovlemissionen kan nedbringes ved, at installere rensningssystemer for udstødningsgas, som kan reducere svovlindholdet i motorens udstødningsgas eller alternativt ved, at anvende brændstof af højere kvalitet og dermed med et lavere svovlindhold.⁴⁷

Ser vi på pris/præstations-forholdet, er det i høj grad en afvejning mellem de varige højere brændstofomkostninger som er forbundet med brændstof af højere kvalitet og engangsomkostningen ved, at investere i rensningssystemer, der leverer samme resultat.⁴⁸ Dog er dette forhold som de førende uafhængige distributører kan imødekomme med en omfattende distributionsnetværk og den fornødne knowhow.

OW Bunker nævner selv LNG (Liquid Natural Gas) som et substituerende produkt til den type brændstof der anvendes i skibsdrift.⁴⁹

Selskabet forventer, at LNG som skibsbrændstof opnår en begrænset volumen på kort til mellemlangt sigt grundet den manglende tilstedeværelse af, og investeringer i, LNG-infrastruktur til betjening af de større shippingruter.

Såfremt LNG får en markant rolle i markedet vil de førende uafhængige brændstofdistributører dog være godt stilet i forhold til, at kunne distribuere LNG som skibsbrændstof, grundet stærke kunderelationer, udbygget og solid infrastruktur, erfaring, samt dominans i markedet.

⁴⁷ OW Bunker Børsprospekt s. 87

⁴⁸ OW Bunker Børsprospekt s. 87

⁴⁹ OW Bunker Børsprospekt s. 87



3. Strategisk analyse

En afgørende faktor for skiftet til LNG-drevne skibe, der vil på samme måde som rensningssystemer, øge kvaliteten på brændstoffer, bero på en økonomisk vurdering af de omkostninger der er forbundet med de forskellige alternativer, for rederiernes vedkommende. Truslen for substituerende produkter vurderes således ikke væsentlige, men den kan ikke negligeres, da miljøkrav og lovgivning i høj grad er styrende for, hvilken retning markedet bevæger sig i.

Aktørerne på markedet er således nødsaget til, at have føling med tendenserne og udviklingen, for at få/bibeholde en konkurrencemæssig fordel i forhold til nye såvel som eksisterende aktører.

Kundernes forhandlingsstyrke

Når vi betragter selskabets kunder er der tre forhold som har afgørende betydning for om disses forhandlingsstyrke vurderes som værende stærk eller svag. Vi betragter i den forbindelse koncentrationen af kunder, niveauet for omkostninger forbundet med skift af leverandør (set fra kundernes perspektiv), samt truslen for potentiel konkurrence fra kunder.⁵⁰

Selskabet opererer på et marked med prisfølsomme kunder og med en mærkbar forhandlingsstyrke.

Årsagen til kundernes prisfølsomhed, findes i rederiernes omkostningsstruktur, hvor brændstof kan udgøre mere end 70 % af et skibs driftsomkostninger.⁵¹ På den baggrund må det forventes, at kunderne er villige til, at afholde de søgeomkostninger der er forbundet med, at finde optimale leverandører af brændstof.

Når der lægges vægt på optimale frem for billigste leverandører, skyldes det, at især de store rederier i stigende grad efterspørger serviceydelser i tilknytning til levering af brændstof.

Således er der succesfaktorer som vurderes kritiske i forhold brændstofleverancer til kunderne.⁵²

At kunne optimere leverancen af, samt minimere omkostninger til skibsbrændstof er essentielt. Ydermere vil konkurrencedygtige priser funderet i forhandlingsstyrke over for leverandører, erfaring, viden og et indgående kendskab til markedet, vil give mulighed for, at tilbyde kunderne omfattende serviceydelser af høj kvalitet.

⁵⁰ Exploring Strategy s. 45f.

⁵¹ OW Bunker Børsprospekt s. 64

⁵² OW Bunker Børsprospekt s. 64f.



Samtidigt vil en global tilstedeværelse og en vis grad af differentiering give mulighed for, at opfylde kundernes globale brændstofbehov.

Markedet møder en stadigt stigende efterspørgsel efter serviceydelser i tilknytning til brændstofleverancer såsom teknisk assistance, som skal dække kundernes specifikke behov. Den betydelige økonomiske værdi af ordrer på skibsbrændstof stiller krav til finansiering af brændstofindkøb. Services som kredit- og risikostyringsløsninger er derfor vigtige beslutningsparametre i kundernes overvejelser, når de skal vælge brændstofdistributør.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Den femte og sidste faktor som er væsentlig i forhold til, at kunne kortlægge markedets, attraktivitet er leverandørernes forhandlingsstyrke.

Når vi ser på markedet for bunkering, er der flere leverandører, at betragte, men den væsentligste af disse er leverandørerne af skibsbrændstof.

På dette marked vurderes det, at distributørernes evne til, at vise en globale tilstedeværelse, vil være en fordel i forhold til, at styrke disses position over for leverandørerne.

En stærk global tilstedeværelse vil gøre det muligt, at opnå flere stordriftsfordele hos leverandører ved, at kunne aftage større volumener af skibsbrændstof.

Med en markant samlet efterspørgsel fra de førende uafhængige distributører (2013: 27 % af den samlede markedsvolumen), er det således muligt, at opnå gunstige vilkår ved indkøb af brændstof og brændstofkomponenter.⁵³

Leverandørernes fordel ved, at handle med førende, solide og etablerede distributører er, at de sænker risikoen i modsætning til, at skulle handle med flere mindre distributører.

De store og førende distributører, er i stand til, at aftage store volumener, samtidig med, at de kan varetage de komplicerede segmenter i værdikæden i form af lagring, blanding, salg /reselling samt fysisk levering på globalt plan, for et stort antal kunder og transaktioner.

⁵³ Prospektet s. 56 – se i øvrigt Figur 7: CAGR og volumenvækst 2009-2013, Kilde: **OW Bunker** børsprospekt s.



3. Strategisk analyse

De førende uafhængige distributørers samlede efterspørgsel på markedet giver således olieselskaberne/raffinaderierne mulighed for, at fokusere på, at producere og raffinere forskellige brændstoftyper, og overlade de områder der ikke er en del af deres kerneforretning, til andre aktører.

3.2 Intern analyse

Den interne analyse, har til formål at skabe et billede af de styrker og svagheder der eksisterer internt i koncernen, og som derved giver eller modarbejder en evt. konkurrencemæssig fordel. Analysen belyser de interne forhold i OW Bunker via tre særskilte konstruktioner, som hver især er med til at danne det samlede billede.

3.2.1. Interne ressourcer

Den første analyse går på, at kortlægge OW Bunkers strategiske evner via de ressourcer og kompetencer som selskabet er i besiddelse af.

Disse ressourcer og kompetencer som i øvrigt gerne skal være dynamiske, således at selskabet kan tilpasse sig sine omgivelser, samt særpræget, hvilket skaber værdi for kunderne og gør dem svært efterlignelige for konkurrenterne, kan sikre OW Bunker en konkurrencemæssig fordel på markedet.⁵⁴

Fysiske ressourcer

De fysiske ressourcer omfatter, lidt selvmodsigende, materielle såvel som immaterielle ressourcer som selskabet er i besiddelse af.

Set i forhold til selskabets kerneaktivitet, i særdeleshed for forretningsområdet fysisk levering, er selskabets flåde af bunkerskibe en essentiel del af de fysiske ressourcer. Skibene er fundamentet for en stor del af selskabets forretning, og på tidspunktet for prospektets udarbejdelse, opererede OW Bunker således med en samlet flåde på 29 skibe, hvoraf 19 af skibene var indchartret.⁵⁵

Denne konstellation, er med til at skabe den førnævnte dynamik, da selskabet således er i stand til at tilpasse sine forretning til omgivelserne. Kapacitetstilpasning vil sikre selskabet en hvis fleksibilitet i omkostningsstrukturen, hvilket i sidste ende, kan komme kunderne til gode, da

⁵⁴ Strategibogen, s. 70ff.

⁵⁵ OW Bunker Børsprospekt s.62



selskabet således nemmere vil kunne følge markedspriserne på bunkerolie qua de fleksible overheadomkostninger.

Samtidig sikrer selskabets reselling aktivitet, at investeringer i materielle anlægsaktiver holdes på et minimum.

Finansielle ressourcer

Koncernen indgik i december 2013 en kreditfacilitet på USD 700 mio. med et konsortium af 13 banker. Denne kredit har givet koncernen mere fleksibilitet til at tilbyde kredit til kunderne og understøtter således koncernens fremtidige vækst.⁵⁶

Det kan med rette antages, at en koncern af OW Bunkers størrelse, således har en fordel, set i forhold til mindre, lokale aktører på markedet, da disse vil have udfordringer med at rejse kapital i samme størrelsesorden. Dette giver koncernen en klar fordel i forhold til mange af de øvrige aktører på markedet som ikke operer globalt.

Samtidig har koncernen en risikostyringsafdeling som overvåger værdien af koncernens varebeholdning og i den forbindelse anvender afledte finansielle instrumenter for, at øge værdien af de globalt konsoliderede eksponeringer. Dette gøres ved, at forsøge at udnytte arbitragemuligheder forbundet med basis- og tidsspænd for det skibsbrændstof og de gasolieprodukter, OW Bunker sælger.⁵⁷

Brugen af finansielle instrumenter, har en hvis risiko vedhæftet, da volatilitet i markedet, kan vanskeliggøre selskabets evne til at forudse voldsomme udsving i priserne på de underliggende råvarer og derved medføre tab af væsentlig betydning. Omvendt kan denne brugen af finansielle instrumenter ligeledes resultere i ekstraordinære afkast, hvis udsving i markedet falder til koncernens fordel.

Grundet brændstofomkostningernes massive andel af driftsomkostningerne i shipping branchen, er et tilbud til kunder om risikostyring via finansielle instrumenter en kærkomment ressource som kan være med til at differentiere selskabet fra konkurrenter og skabe en konkurrencemæssig fordel.

Menneskelige ressourcer

⁵⁶ OW Bunker Børsprospekt s. 70

⁵⁷ OW Bunker Børsprospekt s. 74



3. Strategisk analyse

En af OW Bunker store fokusområder er rekruttering og udvikling af kvalificerede medarbejdere.

Medarbejderne er en vigtig komponent i OW Bunkers forretningsmodel, og selskabet har således initieret et rekrutterings- og talentudviklingsprogram i form af ”OW Bunker Academy” for at fremme en god kultur samt for at sætter rammerne for udviklingen og uddannelsen af alle koncernens medarbejdere⁵⁸

Koncernen har ligeledes en engageret og erfaren ledelse, som beskrevet under præsentationen af OW Bunker A/S.

Ledelsens mangeårige anciennitet samt den støtte ledelsen henter fra nøglemedarbejdere, som står i spidsen for koncernens forskellige aktiviteter og funktioner er en del af årsagen til selskabets rentabilitet og succes med den geografiske ekspansion igennem årene. Således er medarbejderne og disse faglighed og motivation et vigtigt aktivt for koncernen og koncernens fortsatte succes. OW Bunker Academy skal være kan være med til at fremme den historiske udvikling og organisationen samlede brancheviden og de kompetente medarbejdere kan dermed være med til at give koncernen en konkurrencemæssig fordel inden for den maritime brændstofindustri og gør det svært at kopiere dens forretningsmodel.⁵⁹

3.2.2. Porters værdikæde

Værdikæden anvendes til, at analysere OW Bunkers aktiviteter og identificere, hvor koncernen forsøger, at skabe sine konkurrencemæssige fordele.

Værdikæden, som illustreret ovenfor viser de primære aktiviteter og sammenhænge mellem aktiviteterne, der udføres i virksomheden – lige fra den indledende produktudvikling over produktion og markedsføring til produktet anvendes af slutbrugeren.

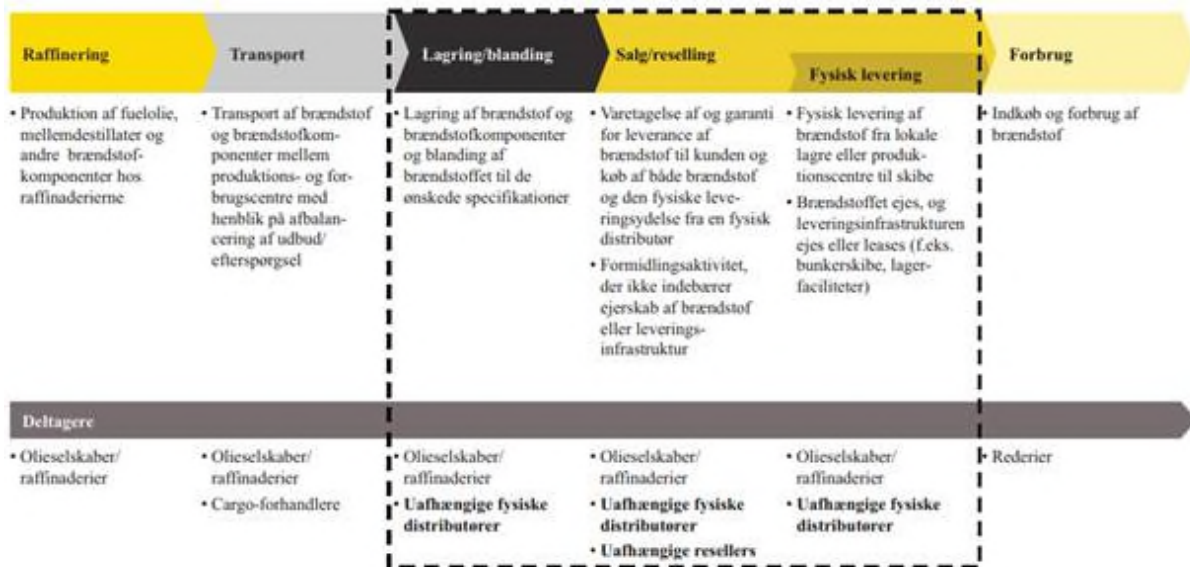
Den oprindelige værdikæde model indeholder ligeledes støtteaktiviteter, som støtter op om primæraktiviteterne (illustreret ovenfor).

De primære aktiviteter for OW Bunker og uafhængige distributører generelt er skitseret i modellen nedenfor.

⁵⁸ OW Bunker Børsprospekt s. 69

⁵⁹ OW Bunker Børsprospekt s. 70f.





Figur 10: Bunkermarkedets værdikæde, Kilde: OW Bunker børsprospekt s. 54

De afgrænsede segmenter, er de aktiviteter i værdisystemet som udgør værdikæden for de uafhængige distributører. Disse aktiviteter kan underopdeles i to beskrivelser afhængig af om vi beskæftiger os med fysisk levering eller reselling som forretningsmodel.

OW Bunkers kerneforretning består i, at markedsfører skibsbrændstof og relaterede serviceydelser inde for det maritime segment.⁶⁰

OW Bunker er repræsenteret i en stor del af verden, og anvender sit omfattende globale netværk af kontorer, til, at levere realtidsdata og hurtig adgang til brændstof af høj kvalitet til konkurrencedygtige priser.

De brændstofrelaterede serviceydelser omfatter blandt andet styring i forbindelse med indkøb af brændstof, fastprisaftaler, rådgivning af kunder om anvendelse af prisafdækningsinstrumenter, kvalitetskontrol af distributører og håndtering af krav.⁶¹

Som tidligere beskrevet udgør et skibs driftsomkostninger en stor andel af omkostningerne ved skibsdrift, hvilket skaber et behov for professionelle distributører, som kan bistå med effektivisering af omkostninger samt de brændstofrelaterede ydelser.

⁶⁰ OW Bunker Børsprospekt s. 62

⁶¹ OW Bunker Børsprospekt s. 74

3. Strategisk analyse

Koncernen kan gennem sin størrelse optimere indkøbs- og salgsvolumen til både kundernes og leverandørernes fordel, i og med, at koncernen er til stede på markederne for både reselling og fysisk distribution.

Fysisk levering

Hvorvidt koncernen varetager alle aktiviteter i selskabets værdikæde, for skibsbrændstof, afhænger af, hvilke områder vi betragter.

Per dato for prospekt har koncernen aktiviteter for fysisk distribution på 12 lokationer i 12 lande.⁶²

I Skandinavien og ARA-området (Australien, Danmark, Færøerne, Tyskland, Panama og Tyrkiet) varetager koncernen al aktivitet i værdikæden, hvilket omfatter levering, blanding og lagring af skibsbrændstof. Koncernen kan ligeledes modtage færdigblandet brændstof på lagerfaciliteterne i Skandinavien og ARA-området.

I de øvrige regioner indkøbes brændstoffet færdigblandet fra lokale leverandører og resellers, hvorefter det leveres direkte til koncernens bunkerskibe.⁶³

Da brændstofpriserne på spotmarkedet, blandt andet påvirkes af den globale markedspris på råolie, er udbuddet af og efterspørgslen efter et specifikt brændstof produkt. Specifikationerne for brændstof, har koncernen opbygget kompetencer inden for brændstofblanding hvilket skaber værdi, da det ofte er billigere, at købe og blande brændstof komponenter selv, fremfor, at købe færdigblandet brændstof.

I forhold til upstream-aktiviteter, skaber koncernen ligeledes værdi, som beskrevet under Porters Five Forces-analysen, da OW Bunker aggregerer efterspørgslen og skaber derved, alt andet lige, en mere effektiv styring af modpartsrisikoen set fra leverandørens side.

Koncernen beskriver sin egen forretningsmodel som integreret, hvilket blandt andet kommer til udtryk i salg & marketing-aktiviteterne samt service-aktiviteterne.

⁶² OW Bunker Børsprospekt s. 77

⁶³ OW Bunker Børsprospekt s. 77



Koncernen modtager ordrer fra sine ca. 200 resellers verden over, hvilket gør det muligt, at optimere udnyttelsen af skibskapaciteten bedst muligt samtidig med, at fysiske leverancer kan foretages når det er forretningsmæssigt fordelagtigt i forhold til både reselling og fysisk distribution.⁶⁴

Denne forretningsmodel giver en mere stabil indtjening, der samtidig giver den fleksibilitet til, at styre og optimere kapital samt andre ressourcer som sikrer, at forretningen afspejler efterspørgselsmønstret i markedet (blandt andet gennem indchartring af skibe på korte kontrakter).

Som en del af den service, koncernen tilbyder sine kunder, kan brændstoftkøb foretages til spotpriser eller som en del af fastpris aftaler. Sidstnævnte skaber et behov for forsikring og risikoafdækning i form af finansielle instrumenter/derivater for, at afdække den eksponering parterne i den type aftaler er udsat for.

Når brændstoffet skal leveres tilbyder koncernen en række forskellige bunkering metoder, der sikrer, at kunderne modtager brændstoffet på den foretrukne lokation, hvad enten det er i havn eller offshore.

Bunkering i havn er den mest anvendte metode til bunkering da der kan opnås øget effektivitet, ved tankning, samtidig med, at skibene lastes eller losses.

Bunkering offshore foregår uden for havn (enten tæt på kysten eller på åbent hav), og kan ligeledes skabe effektivitet, da det giver mulighed for bunkering af skibe i transit, men som ikke behøver afvige fra kursen.

Som nævnt under Porters Five Forces er kvaliteten af det leverede brændstof og de tilknyttede ydelser, afgørende for OW Bunkers omdømme i branchen. Derfor indsamler koncernen også stikprøver af sine produkter i alle led af værdikæden, gennem aftaler med et uafhængigt samt, eksternt laboratorium, for, at sikre, at slutproduktet opfylder de fornødne specifikationer.

Reselling

OW Bunkers Reselling er ikke nær så omfattende som den fysiske levering og omfatter primært de sidste to aktiviteter i værdikæden – salg og marketing samt service. Således er Reselling opdelt i salgsteams og indkøbsfunktioner.

⁶⁴ OW Bunker Børsprospekt s. 78



3. Strategisk analyse

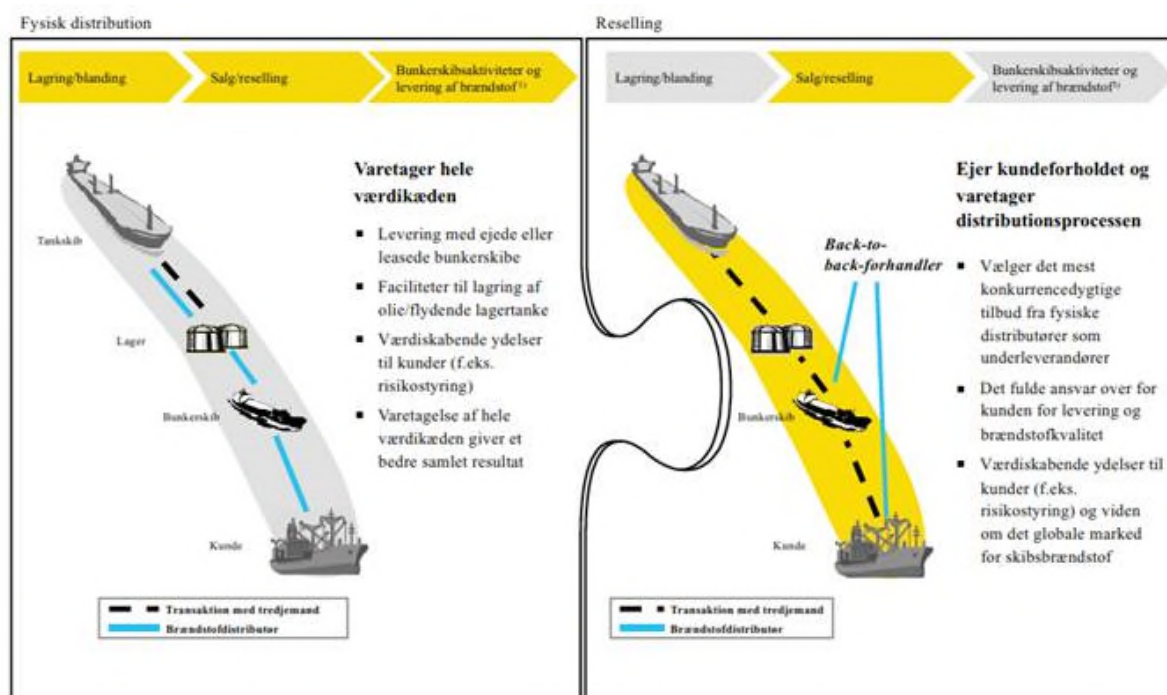
Koncernens salgsteams er en del af den primære aktivitet i værdikæden. De har fokus på kunderne og deres efterspørgsel efter skibsbrændstof.

Indkøbsfunktionerne er en del af støttefunktionerne, og har et indgående kendskab til indgående viden om globale såvel som lokale leverandører i specifikke geografiske områder.

Indkøbsfunktionen kan derved udnytte de relationer, koncernen har opbygget til disse leverandører, på baggrund af koncernens forretningsomfang.

Både brændstof og fysisk distribution kan indkøbes direkte af resellers eller gennem en af koncernens indkøbsfunktioner. Koncernen anvender en centraliseret, global operationel platforme som blandt andet omfatter risiko-, kredit-, likviditet-, og økonomistyring, samt salgssystemer, der er skalerbar. Dette giver koncernen mulighed for, at udbygge salgsteams og knytte nye salgskontorer til koncernens platform med relativt lave omkostninger. Dette giver koncernen manøvfriheden til hurtigt, at etablere reselling-aktiviteter på de nye markeder.

Uanset om OW Bunker indgår en aftale med en ekstern part eller med sin egen fysiske distribution, om fysisk levering af brændstoffet, har OW Bunker kontakten til slutkunden og selskabet er ansvarlig for leveringen af brændstoffet til kunden, hvilket desuden omfatter ansvaret for produktkvalitet og håndtering af krav.



Figur 11: OW Bunkers to distributionsmodeller, Kilde: OW Bunker børsprospekt s. 55

Ud over de primære aktiviteter, som er illustreret øverst i dette afsnit, er der som tidligere nævnt, en række støtteaktiviteter, som er essentielle i værdiskabelsen. Disse aktiviteter omfatter

- Indkøb - omfatter de aktiviteter, der vedrører indkøb i relation til andre led i værdikæden.
- Teknologiske ressourcer - består af aktiviteter og ressourcer, der kan forbedre og effektivisere primæraktiviteterne hver for sig eller samlet.
- Menneskelige ressourcer - dygtige medarbejdere på de forskellige poster, der vedrører såvel primær- som støtteaktiviteterne, der kan være essentielle for virksomhedens konkurrenceevne.
- Infrastruktur - omhandler den administrative opbygning og samarbejdet mellem medarbejderne, da virksomheden bør være organiseret hensigtsmæssigt i henhold til de primære aktiviteter.

Alle disse støttefunktioner er i en vis udstrækning, beskrevet ovenfor under gennemgangen af fysisk distribution og reselling.

Indkøb har vist sig, at være en afgørende faktor i bestræbelserne på, at skabe stærke relationer, til leverandører såvel som kunder, gennem store, aggregeret aftaget volumen ved leverandører og forbedrede vilkår til gavn for kunderne.

De teknologiske ressourcer, og i særdeleshed de operationelle platforme, er afgørende for en stabil og strømlinet proces gennem hele organisationen på globalt plan. De sikrer ligeledes den fornødne omstillingsparathed gennem realtime data, og enkel implementere ved indtræden på nye markeder.

De, menneskelige ressourcer er ligeledes af særlig betydning for OW Bunker, da koncernens senior-resellers i regnskabsåret 2013 gennemsnitligt indbragte ca. tre gange mere i handelsavance pr. reseller end junior-resellers.⁶⁵ Dette indikerer, at videreudvikling af kompetencer er afgørende for koncernens succes.

I forhold til infrastruktur, er der særligt fokus på koncernens IT-infrastruktur, da den forbinder alle datastyringsløsninger på land såvel som om bord på koncernens skibe.

Platformen omfatter som nævnt risikostyring, kreditvurdering, økonomistyring, likviditetsstyring og salgssystemer, der giver koncernledelsen de fornødne værktøjer til, at overvåge selskabets aktiviteter, priser, eksponeringer mv. på et globalt marked.

⁶⁵ OW Bunker Børsprospekt s. 102



3. Strategisk analyse

3.2.3. Konkurrence- og vækststrategier

Konkurrencestrategier

For, at fastsætte OW Bunkers nuværende konkurrencestrategi vil vi tage udgangspunkt i Porters generiske strategi, som er illustreret nedenfor:

Konkurrencemæssig fordel			
Marked		Lave omkostninger	Unikt produkt
	Hele markedet	Omkostningsleder	Differentiering
	Markedssegment	Omkostningsfokus	Fokuseret differentiering

Figur 12: Porters generiske konkurrencestrategier, Kilde: Egen tilvirkning

Porters generiske strategi bygger på 4 konkurrencestrategier, som en virksomhed vælger ud fra en række parametre. Virksomheden kan vælge mellem, at opererer på hele markedet eller et bestemt markedssegment. Derudover kan de vælge at fokuserer på lave omkostninger eller på et unikt produkt (et såkaldt niche produkt). Disse valg fører til de 4 konkurrencestrategier:

Omkostningsleder, omkostningsfokus, differentiering og fokuseret differentiering.

Da vi, mener OW Bunker opererer på et oligopolmarked ("oligopol, (af olig(o)- og gr. polein 'sælge'), marked, hvorpå der er få udbydere, som hver især antages, at have indflydelse på deres egen og konkurrenternes afsætning. Almindeligvis nævnes bryggerier og olieselskaber som eksempler på oligopoler.")⁶⁶ er der som definitionen siger, få udbydere. Dette betyder, at de uafhængige fysiske distributører af skibsbrændstof samt resellers som OW Bunker konkurrerer mod, kan have svært ved, at differentiere sig grundet deres større markedsandel.

Markedet med distributører af skibsbrændstof opdeles i 3 hovedgrupper⁶⁷:

- Store olieselskaber (f.eks. BP, Chevron, ExxonMobil, Lukoil, Petrobras, Shell, Total m.fl.)
- Førende uafhængige fysiske distributører af skibsbrændstof samt resellers inden for skibsbrændstof (f.eks. OW Bunker samt selskaber, der primært fokuserer på fysisk distribution, såsom Chemoil og Aegean, selskaber, der primært fokuserer på reselling,

⁶⁶ http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Industripolitik/oligopol

⁶⁷ OW Bunker Børsprospekt s. 55 - "Distributører af skibsbrændstof"



såsom World Fuel Services Corporation og Bunker Holding A/S, samt andre markedsdeltagere)

- Lokale fysiske distributører af skibsbrændstof (f.eks. Wijo i Antwerpen, Stena Oil i Gøteborg, NT Marine i Tallinn m.fl.).

Men til trods for, at det kan være svært, at differentiere sig på et marked med få udbydere, så er det dog et fokusområde og en konkurrencestrategi, som vi, mener OW Bunker både er opmærksom, men også fokuserer på.

Da adgangsbarrieren er høj i denne branche og olie, alt andet lige, er en nødvendig ressource for skibe, har markedsdeltagerne igennem årene fået lov til, at erobre markedsandele. Dette betyder, at OW Bunker har erobret så meget markedsandel, at de opererer på hele markedet, hvilket altså udelukker 2 konkurrencestrategier: Omkostningsfokus og fokuseret differentiering.

De har endvidere prøvet, at differentiere sig ved, at minimere deres omkostninger, som de har gjort løbende fra 2011-2013. Her ses et fald fra 1,7 USD pr. ton til 1,2 USD pr. ton⁶⁸, hvor de bevæger sig mod, at være omkostningsledere. Dog vil de efter vores, mening, være, at finde mellem omkostningsleder og differentiering. De har som sagt haft fokus på omkostningsminimering, men prøver samtidig, at erobre yderligere markedsandel og styrke sin nuværende markedsposition. Dette gør de ved, at tilbyde løsninger til styring af brændstofomkostninger, som bør styrke deres nuværende kunderelationer samt tiltrække nye kunder.⁶⁹

Vækststrategier

Til, at vurdere koncernens strategiske retning anvender vi Ansoffs vækstmatrice, som opstiller fire vækststrategier defineret ud fra marked og produkt/service.

Markedspenetrering indebærer, at selskabet forsøger, at øge sin markedsandel på det nuværende marked med det nuværende produkt.

Produktudvikling indebærer, at selskabet leverer modificeret eller ny produkter til eksisterende markeder.

⁶⁸ OW Bunker Børsprospekt s. 69 - "Stærkt, skalerbar operationel platform, der giver mulighed for vækst"

⁶⁹ OW Bunker Børsprospekt s. 71 - "Organisk vækst gennem styrkelse af positionen på eksisterende lokationer"



3. Strategisk analyse

Markedsudvikling involverer udbud af eksisterende produkter på nye markeder.

Diversifikationsstrategien omfatter en forøgelse af produktsortiment og markeder som selskabet opererer indenfor. Der skal i den forbindelse skelnes imellem relateret diversifikation, hvor der udvides til produkter og markeder med relation til den nuværende forretning samt ikke-relateret diversifikation, hvor der diversificeres til produkter og services uden relation til den nuværende forretning.



Figur 13: Ansoff's vækstmatrice, Kilde: <http://www.smartinsights.com/>

Med en forventning om, at den fremtidige vækst fortsat vil overstige den generelle markedsvækst, begrundet i markedstendenserne gennem de seneste fem år, har koncernen opstillet planer om, at forfølge en række strategiske tiltag, som vil understøtte yderlig fremtidig vækst.⁷⁰

Koncernen vil fortsat samarbejde med kunderne for, at sikre en høj kvalitet i produkter samt ydelser på de eksisterende markeder for ikke kun at bibeholde, men også skabe tættere relationer til kunderne.⁷¹

⁷⁰ OW Bunker Børsprospekt side 71

⁷¹ OW Bunker Børsprospekt side 71

Som supplement til det eksisterende udbud vil koncernen ligeledes fokusere på, at kunne tilbyde komplette brændstofløsninger, omfattende avancerede produktudbud (spotpriser og faste priser, levering til en enkelt eller flere havne m.v.) og individuelt tilpasselige kredit- og risikostyringsløsninger.⁷²

Formålet med dette fokus er, at styrke relationerne til sine eksisterende kunder, blive deres foretrukne brændstofdistributør, samt at tiltrække nye kunder for, at udvide kundebasen. Disse strategiske tiltag lægger op til en målsætning om, geografisk udvidelse af aktiviteterne. Denne udvidelse skal primært komme fra organisatorisk vækst med enkelte udsete opkøb i fragmenterede markeder.

De selektive opkøb af fysiske lokationer til levering, såvel som etablerede reselling-aktiviteter, skal gøre det muligt, at skabe entré eller vækste hurtigere på udvalgte strategiske fokusområder og eller geografiske markeder, end hvad der kan opnås gennem organisk vækst.

Koncernens nuværende forretningsmodel er baseret på en kombination af reselling og fysisk levering, hvilket ifølge koncernen selv, giver fleksibilitet i forbindelse med den geografiske ekspansion.⁷³

Gennem reselling kan koncernen således ansætte lokale og erfarne resellers, der kan etablere koncernens brand på nye markeder.

I takt med et større geografisk dækningsområde og en global tilstedeværelse, vil koncernen kunne tilbyde sine eksisterende og nye kunder den garanti for kvalitet og stabilitet, der er forbundet med, at benytte én distributør der operere globalt.

Ud fra de forhold der er beskrevet ovenfor, kan det konstateres, at OW Bunker i sin vækststrategi, har fokus på en kombination af flere strategier.

Fokus på fortsat, at kapre markedsandele indikere, at koncernen følger en markedspenetrering strategi, mens fokus på samtidig, at kunne levere nye avancerede produktudbud indikerer, at koncernen følger en produktudviklingsstrategi.

⁷² OW Bunker Børsprospekt s. 71

⁷³ OW Bunker Børsprospekt s. 71



3. Strategisk analyse

Ydermere har selskabet gennem strategiske opkøb på udvalgte geografiske markeder, en intention om, at træde ind på nye geografiske markeder, hvilket peger i retning af en markedsudviklingsstrategi.

At lægge op til, at selskabet kun skal/bør følge én strategi kan give udfordringer, da grænserne imellem strategierne er dynamiske. Dog er vores vurdering, at én strategi har overvejende fokus – markedspenetrering.

Dette, fordi selskabet i forvejen er en af de førende globale aktører, og derved er koncernen en aktiv spiller på en overvejende del af markederne på verdensplan. Ydermere, forsøger koncernen, at differentiere sig gennem produktudvikling, men det er ikke vores vurdering, at der er tale om nyskabelser, eller markante modifikationer til de eksisterende produkt, men blot ydelser knyttet til det egentlige produkt, skibsbrændstof leverance.

3.3. Delkonklusion – Strategisk analyse: SWOT-analyse

For, at opsummere den strategiske analyse vil vi anvende en SWOT-analyse, som er delt op i 2 tilgangsvinkler. Den første tilgangsvinkel er de interne forhold, hvor vi opsummere på styrker og svagheder, som OW Bunker A/S besidder i organisationen.

Den anden tilgangsvinkel er de eksterne forhold, hvor vi opsummerer muligheder og trusler fra det generelle marked.

Forholdene beskrevet i nedenstående analyse er efter vores vurdering de væsentligste for OW Bunker A/S.

Styrker	Værdi-driver	Svagheder	Værdi-driver
• Global repræsentation, med lokale kontorer og føling med markedet. • Erfaren ledelse med omfattende brancheerfaring samt en virksomhedskultur med løbende	• Oms. • EBIT	• Afhængig af deres ledende- og nøglemedarbejdere.	• EBIT



medarbejderudvikling ⁷⁴ . • Differentiering gennem et bredt udbud af serviceydelser som understøtter den stigende efterspørgsel i markedet.	• Oms.		
Muligheder		Trusler	
• Erobre markedsandele gennem markedspenetration. • Stigende efterspørgsel efter serviceydelser i tilknytning til brændstof leverancer. • De store olieselskabers retræte fra markedet frigiver markedsandele.	• Oms. • Oms. • Oms.	• Tab af markedsandele, og dermed tab af indtjening. • Global tilstedeværelser øger følsomheden over for politiske/miljømæssige tiltag. • Økonomiske kriser og deres effekt på blandt andet valutakurser og oliepriser.	• Oms. • EBIT • Oms.

Figur 14: SWOT-matrix, Kilde: Egen tilvirkning

Kilde: Egen tilvirkning

De væsentligste interne styrke i organisationen har vi valgt, at den globale repræsentation, med 38 kontorer i 29 forskellige lande, gør, at de har en god føling med markedet. Det betyder ligeledes, at de hurtigt kan rykke ud, såfremt en kunde har en haste opgaver og/eller en større ordre. Det giver OW Bunker en stor fleksibilitet, imødekommelse og store fremtidige

⁷⁴ OW Bunker Børsprospekt s. 5 – ”væsentlige styrker”



3. Strategisk analyse

muligheder. Dette giver også OW Bunker mulighed for, at differentiere sig med et større udbud af serviceydelser på de forskellige markeder, hvor de er repræsenteret.

Herudover gør selskabet meget for deres nøglemedarbejdere, og har desuden konkurrencedygtige incitament- og bonusordninger for, at sikre og imødekomme disse medarbejdere⁷⁵. Det betyder også, at de er meget afhængige af disse medarbejdere, hvilket i forlængelse heraf ender ud i en svaghed - *“hvis OW Bunker ikke kan fastholde sine ledende medarbejdere og nøglemedarbejdere eller tiltrække nye kvalificerede medarbejdere, kan det få væsentlig negativ indvirkning på OW Bunkers virksomhed, finansielle stilling og resultat”*⁷⁶

Det må antages, at den strategiske analyse ikke påpeger mange svagheder hos OW Bunker A/S. Vi har derfor valgt, at konkludere yderligere på de interne styrker såvel som svagheder i forbindelse med vores delkonklusion af undersøgelsesspørgsmål II.

De væsentligste muligheder er, i takt med deres store repræsentation, markedspenetrering, da de som sagt har føling på de forskellige markeder. De store olieselskaber, har ligeledes valgt, at fokusere anderledes i deres værdikæde. Dette gør det muligt, at erobre yderligere markedsandele for OW Bunker og gøre dem selv mere konkurrencedygtige.

De væsentligste trusler udgør blandt andet deres afhængighed af deres nuværende position, kunde og deres store markedsandel. I og med, at det både skaber muligheder og er en styrke for OW Bunker, at de er globalt repræsenteret, så udgør det også en stor trussel, som de ikke selv er herre over. *“I lyset af OW Bunkers verdensomspændende aktiviteter er Koncernen udsat for skiftende økonomiske, politiske og statslige forhold, såvel som risiko for terrorangreb og pirateri samt internationale fjendtligheder, som tidligere har indvirket på søfartslogistik- og shippingindustrien, og hvis sådanne skiftende forhold, angreb eller hændelser indtræffer i fremtiden, kan det få negativ indvirkning på OW Bunkers virksomhed, finansielle stilling og resultat”*⁷⁷

⁷⁵ OW Bunker Børsprospekt s. 27 – “Hvis OW Bunker ikke kan fastholde sine ledende medarbejdere”

⁷⁶ OW Bunker Børsprospekt s. 15 – ”risici”

⁷⁷ OW Bunker Børsprospekt s. 15 – ”risici”



4. Regnskabsanalyse

4.1. Gennemgang af revisionspåtegning

Vi har gennemlæst revisionspåtegningen, da en eventuel supplerende oplysning kan ændre udfaldet af, dels vores budgettering og ikke mindst vores værdiansættelse.

Den uafhængige revisors erklæringer på koncernregnskabet for OW Bunker A/S afdækker alle regnskabsårene for 2011 til 2013.

Årsrapporten 2013 indeholder en blank påtegning, hvilket betyder, at der ingen supplerende oplysninger er, at tage højde for.

Der konkluderes endvidere i påtegningen, at koncernregnskabet giver et retvisende billede.⁷⁸

4.2. Gennemgang af anvendt regnskabspraksis

Regnskabsanalysen har til formål, at analysere OW Bunkers økonomiske situation, og benyttes således til at identificere selskabets finansielle værdidrivere.

Som nævnt i metodeafsnittet, vil vores regnskabsanalyse af de historiske regnskabstal for OW Bunker, danne baggrund for vores den fortsatte budgettering og værdiansættelsen senere i opgaven.

På baggrund af gennemgang og analyse af udviklingen i de finansielle værdidriver, er det muligt at fastsætte forventninger til fremtiden, og derigennem udarbejde vores proforma-opgørelser via budgettering. Øvelsen munder i sidste instans ud i en samt værdiansættelse af OW Bunker.

Vi vil anvende det reviderede koncernregnskab for 2013 med sammenligningstal for 2012 og 2011, sammenholdt med vores strategiske analyse til formålet.

So m nævnt under afgrænsningen findes der ikke regnskaber, opstillet efter IFRS, længere tilbage end 2011. De tre år er dog tilstrækkeligt til at danne et billede af udviklingen, om end en længere periode med sammenligningstal havde være mere hensigtsmæssigt, for at danne et klart billede af en evt. trend.

Den følgende reformulering og analyse gør således kun brug af tre års regnskabstal

⁷⁸ OW Bunker A/S – Annual Report 2013 s. 26 “Independent auditor’s report”.



4. Regnskabsanalyse

Selv ved aflægges af regnskaber efter de internationale regnskabsstandarder, er der regnskabsposter som omfatter skøn fra ledelsens side.

Disse regnskabsmæssige skøn er uløseligt forbundet med en hvis grad af usikkerhed, som kan have både direkte og indirekte påvirkning på indregning, og måling af regnskabsposter, som kan have en mindre effekt på vores nøgletal.

”Anvendelsen af rimelige skøn udgør en væsentlig del af udarbejdelsen af koncernregnskabet. Som følge af den usikkerhed, der uløseligt er forbundet med OW Bunkers aktiviteter, skal OW Bunkers ledelse foretage visse skøn og vurderinger, som påvirker anvendelsen af anvendt regnskabspraksis og de rapporterede beløb for aktiver, forpligtelser, salg, omkostninger, pengestrøm og de tilhørende oplysninger pr. datoen (datoerne) for koncernregnskabet”⁷⁹

Med udgangspunkt i historisk regnskabsdata for perioden 2011-2013, foretages der indledningsvis en reformulering af de officielle opgørelser til analyse brug.

Reformuleringen vil være efterfulgt af en rentabilitets- og vækstanalyse, med henblik på at identificere væsentlige værdidrivere OW Bunker.

Egenkapitalopgørelsen er ikke reformuleret, da opstillingen af denne vurderes at være anvendelig til analyse formål.

Årsagen hertil er, at der ikke eksisterer præference aktier, minoritetsinteresser, eller dividende til udbetaling i nogle af de tre år, der reformuleres.

Minoritetsinteresserne findes, men er allerede udskilt tilstrækkeligt i forbindelse med den officielle opgørelse, hvorfor der ikke foretages yderligere i forbindelse med reformuleringen.⁸⁰

Der har således været begrænset bevægelser på egenkapitalen, ud over de sædvanlige poster, så som selskabskapital og overført resultat mv.

4.3. Reformuleringer

Af bilag 3-8 fremgår de officielle finansielle opgørelser, såvel som de reformuleret opgørelser. For, at udlede mest mulig information har vi gjort brug af noterne i regnskabet, da disse specificerer regnskabsposterne yderligere, som er vigtigt i forbindelse med reformuleringen.

⁷⁹ OW Bunker Børsprospekt s. 133 – ”Anvendt regnskabspraksis”

⁸⁰ Financial Statement Analysis and Security Valuation s. 260ff.



Til totalindkomstopgørelsen er der i øvrigt udarbejdet særskilte noter, som blandt andet specificerer skatteallokeringen i forbindelse med reformuleringen (se bilag 7).

4.3.1. Reformulering af resultat- og totalindkomstopgørelse

Resultatopgørelsen reformuleres på totalindkomstbasis – det vil sige, at vi medtager totalindkomstopgørelsen i vores resultatopgørelse, således, at det fremgår som en samlet opgørelse.

Som det fremgår i reformuleringen består opdelingen af poster som vedrører driften, og poster som vedrører de finansielle poster. Herudover skal skatten ligeledes allokeres, da den af den ordinære resultatopgørelse fremgår som en samlet post. Det er blandt andet derfor ekstra vigtigt, at få specificeret posterne ud, så skatten kan allokeres korrekt ud på regnskabsposterne. Da selskabsskatteprocenten ikke ændrer sig før 2014 til 24,5 % anvender vi skatteprocenten på 25 %, som den var i 2013.

Allerede i bruttoresultatet vil der være en lille ændring efter reformuleringen jf. note A af bilag 7.

Det fremgår af Note 4 i det officielle regnskab, vil gevinster og tab på afledte kontrakter (*”kontrakter med henblik på, at mindske risikoen for kursudsving på skibsbrændstof”*), blive indregnet under vareforbrug, som er yderligere specificeret i note 22.2. Denne gevinst har vi reformuleret ned under usædvanlige driftsposter, og dermed reformuleret det ud af vareforbruget.

<u>t.USD</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>
Nettogevinster fra afledte finansielle instrumenter (oliederivater)	53.682	3.913	29.259

Kilde: Note 22.2 fra OW Bunkers børsprospekt.

Dette giver et core driftsoverskud efter skat (NOPAT) på t.USD 39.182 i 2013 mod t.USD 54.315 i 2012.

Af bilag 7 fremgår også de usædvanlige driftsposter, i note C.

Her har vi taget ”gevinst/tab fra afhændelse af aktiver” med, og det fremgår derfor ikke længere som en del af afskrivningerne. Endvidere har vi som sagt taget ”nettogevinster fra afledte



4. Regnskabsanalyse

finansielle instrumenter” med under driftsposterne, da vi, mener, at disse finansielle instrumenter er en del af OW Bunkers drift. Disse finansielle instrumenter indeholder råvareswap, råvarefutures såvel som valutaoptioner, swaps og valutaterminskontrakter. Da OW Bunkers hovedaktivitet er, at handle med råvarer på globalt plan, og samtidig aflægger regnskab i USD, har selskabet valgt, at mindske risikoen mod større prisudsving i råvarer såvel som udsving i valutakurser, også kaldet hedge accounting.

Skatten af dette er ligeledes allokeret med 25 % til usædvanlige driftsposter dog før ”valutakursreguleringer, udenlandske virksomheder”, da disse kursreguleringer er på efter skat basis.

NOTE 22.2 – AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER OG REGNSKABSMÆSSIG SIKRING

Dagsværdi af afledte finansielle instrumenter indregnet som finansielle aktiver eller finansielle forpligtelser

I noten specificeres bruttoværdierne af de afledte instrumenter, vi har indgået (første afsnit i noten). I noten specificeres desuden effekten af nettingaftaler, hvor aktiver og forpligtelser kun modregnes, hvis vi har ret til og planlægger at nettoafregne finansielle instrumenter (saldi, der opfylder krav til modregning).

USD	2013	2013	2013	2012	2012	2012	2011	2011	2011
	Aktiver	Forpligtelser	Netto	Aktiver	Forpligtelser	Netto	Aktiver	Forpligtelser	Netto
Olie									
Råvareswap	28.352	(15.704)		52.226	(43.334)		48.403	(68.362)	
Råvarefutures	107.231	(94.809)		58.818	(60.172)		147.202	(140.441)	
Fastpriskontrakter, fysisk	8.117	(8.540)		1.299	(1.177)		138	(187)	
Råvareoptioner	4.795	(4.991)		43.223	(35.115)		18.835	(17.889)	
	148.495	(124.044)		155.566	(139.798)		214.578	(226.879)	
Valuta									
Valutaoptioner	–	–		438	(58)		1.817	(2.924)	
Valutaswaps	76	(589)		–	(632)		–	(1.674)	
Valutaterminskontrakter	64	(481)		141	(79)		376	(1.813)	
Renter									
Renteswap	–	(288)		–	(8.362)		–	(6.964)	
I alt	148.635	(125.402)		156.145	(148.929)		216.771	(240.254)	
Saldi, der opfylder krav til modregning									
Råvareswaps (noterede priser)	(14.158)	14.158		(39.066)	41.520		(42.024)	42.024	
Råvarefutures (noterede priser)	(94.559)	94.559		(58.516)	58.516		(139.732)	139.732	
Råvareoptioner (noterede priser)	(4.795)	4.795		(35.115)	35.115		(17.889)	17.889	
	35.123	(11.890)		23.448	(13.778)		17.126	(40.609)	
Marginindbetalinger	(25.474)			(20.716)				14.452	
Afledte finansielle instr. pr. 31.12.	9.649	(11.890)	(2.241)	2.732	(13.778)	(11.046)	17.126	(26.157)	(9.031)

Figur 15: Note 22.2 finansielle instrumenter, Kilde: OW Bunker børsprospekt s. F-27

Kilde: Note 22.2 fra OW Bunkers børsprospekt.

Disse reformuleringer giver et samlet driftsoverskud (før finansielle poster), efter skat på t.USD 77.847 i 2013 mod t.USD 53.093 i 2012.

De finansielle poster er opdelt i core netto finansielle poster og usædvanlige finansielle poster. De core netto finansielle poster består udelukkende af sædvanlige renteindtægter og omkostninger, da disse ligeledes er permanente komponenter.

De resterende usædvanlige finansielle poster er reformuleret, så disse er samlet jf. bilag 7 – Note E.



Dette vedrører komponenter, som vi ikke forventer optræder igen i fremtiden eller som er uforudsigelige, og dermed usædvanlige.

Her fremkommer poster som, valutakurstab og sikring af pengestrømme mv. Vi har ligeledes medtaget ”dagsværdiregulering af sikring af pengestrømme, efter skat”. Denne er dog på efter skat basis, og er derfor ikke indeholdt i vores skatteberegning.

Der er samlet set netto finansielle poster efter skat for t.USD -7.966 i 2013 mod t.USD -10.348 i 2012.

Dette giver os en samlet totalindkomst på t.USD 68.493 i 2013 og t.USD 44.148 i 2012, hvor af minoritetsinteressernes resultatandel udgør hhv. t.USD 1.338 i 2013 og t.USD -1.403 i 2012.

4.3.2 Reformulering af balancen

Ved reformulering af balancen er fremgangsmåden den samme, som ved resultatopgørelsen. Posterne bliver opdelt i hhv. Drift- og finansieringsaktiviteter. Driftsaktiviteterne vedrører, som der også ligger i ordet, den daglige drift herunder handel mv.

Finansieringsaktiviteterne vedrører finansieringen af evt. Investeringer samt finansieringen af driften.

Ligesom i en ordinære balance, er opstillingen af den reformuleret balance gjort efter levetid. Den længste levetid først og afslutningsvis med den korteste levetid.

Den reformulerede balance indeholder ingen komplekse områder. Formålet er, at finde frem til netto driftsaktiver (NOA), som er anlægskapitalen tillagt arbejdskapitalen. Endvidere skal vi finde frem til vores netto finansielle forpligtelser (NFO).

Som det fremgår af den reformulerede balance er der begrænset med netto finansielle forpligtelser, de udgør dog stadig er stor del af balancesummen. NFO består udelukkende, af lån og likvider.

4.4. Rentabilitetsanalyse

Dette afsnit omhandler rentabilitets- og vækstanalyse af OW Bunker A/S.



4. Regnskabsanalyse

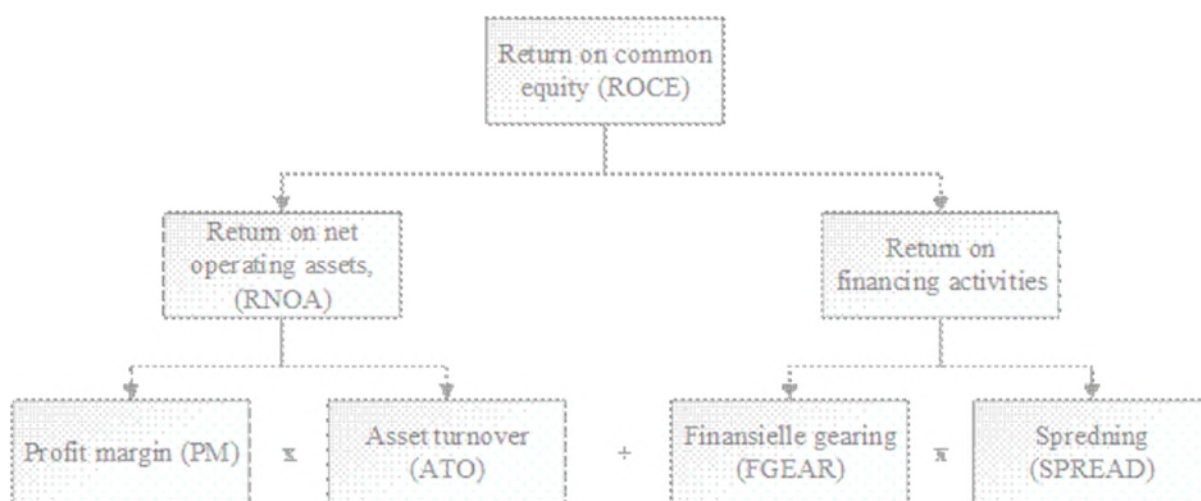
Gennem analyse af rentabiliteten afdækkes de finansielle drivere for egenkapitalforrentningen, ROCE, for derigennem, at skabe en mere grundlæggende forståelse af koncernen og de faktorer der driver værdien heraf. Rentabilitetsanalysen giver således et billede af niveauet for de nuværende drivere.

Som supplement til rentabilitetsanalysen udarbejdes der ligeledes en vækstanalyse, da den klarlægger den historiske udvikling i rentabiliteten og de underliggende drivere.

Begge analyser er således vigtige bestanddele i budgetteringen, som vi anvender under udarbejdelsen af proforma-opgørelserne.

Analyserne tager udgangspunkt i de reformulerede opgørelser, som er opstillet til netop dette formål. Til beregning af nøgletal anvendes gennemsnitlige saldi for balancetals vedkommende, da det resulterer i jævne og mere retvisende beløb til beregning af disse.

DuPont-pyramiden er udgangspunkt for den følgende gennemgang, er således illustreret nedenfor.



Figur 16: DuPont-pyramiden som referenceramme for analyse af egenkapitalforrentning, Kilde: Egen tilvirkning

Som nævnt i forbindelse med reformuleringen, vil vi stadig kun gøre brug af den 3-årige tilgængelige periode i den seneste årsrapport for 2013.

4.4.1. Dekomponering af ROCE

Som det fremgår af modellen ovenfor tilrettelægges analysen på baggrund af egenkapitalforrentningen (ROCE) og dette nøgletals underliggende finansielle værdidrivere.

ROCE beregnes almindeligvis som forholdet mellem totalindkomsten og den gennemsnitlige egenkapital. I den forbindelse kan der udledes to nøgletal for ROCE grundet eksistensen af minoritetsinteresser i OW Bunker – ROCE hhv. med og uden minoritetsinteresser.

	2013	2012
Totalindkomst inkl. minoritetsinteressernes andel	69.881	42.745
Gennemsnitlige egenkapital	220.528	197.230
ROCE med minoritetsinteresser	31,69%	21,67%
Totalindkomst ekskl. minoritetsinteresser	68.493	44.148
Gennemsnitlige ordinære egenkapital	220.954	196.529
ROCE uden minoritetsinteresser	31,00%	22,46%

Tabel 3: ROCE med og uden minoritetsinteresser, Kilde: Egen tilvirkning

Minoritetsinteressernes andel findes som forholdet mellem de to beregnede ROCE ovenfor og en værdi på mere end 1, indikerer, at de ordinære aktionærer opnår en større forrentning på deres kapital end minoritetsinteresserne og vice versa.

$$MIA = \frac{ROCE}{ROCE_{MIN}}$$

Egenkapitalforretningen er et udtryk for hvordan den investeret kapital forrentes.

Dette er især et vigtigt nøgletal for investorerne/aktionærerne, da det som sagt indikerer hvor god virksomheden er til, at forrente den indskudte kapital.

Hvis ROCE er større end RONA vil virksomheden tjene på fremmedkapitalen, da RONA derved vil være gearet. I det omvendte scenarie, hvor RNOA er højere end ROCE, taber selskabet således penge på sin finansieringsaktivitet, grundet højere finansieringsomkostninger, eller lavere afkast på finansielle aktiver.

Jf. nedenstående figur udgøres ROCE af hhv. afkast på netto driftsaktiver og afkast på finansieringsaktiviteter. Disse to nøgletal er beregnet nedenfor.



4. Regnskabsanalyse

	2013	2012
Samlet driftsoverskud	77.847	53.093
Gennemsnitlige netto driftsaktiver	661.172	617.132
Afkast på netto driftsaktiver	11,77%	8,60%
Finansielle gearing	2,00	2,13
Netto finansieringsomkostninger	1,81%	2,46%
SPREAD	9,97%	6,14%
Afkast på finansieringsaktiver	19,91%	13,07%
ROCE med minoritetsinteresser	31,69%	21,67%
Minoritetsaktionærernes andel	0,98	1,04
ROCE uden minoritetsinteresser	31,00%	22,46%

Tabel 4: Dekomponering af ROCE, Kilde: Egen tilvirkning

OW Bunker fremstår umiddelbart som en meget rentabel virksomhed, med en egenkapitalforrentning på 31,69 % i 2013. Det er en forbedring i forhold til 2012 på 10,02 procentpoint. Det der er værd, at bemærke ved vores nedbrydning af ROCE i hhv. drifts- og finansieringsaktivitet, er dog, at ca. kun en tredjedel af denne rentabilitet er drevet af driftsaktiviteten.

Driftsaktiviteten har leveret et afkast i 2013 på 11,77 % mod afkastet fra finansieringsaktiviteten på 19,91 %. Den positive udvikling i ROCE er således drevet af et stigende RNOA, samt et stigende SPREAD som følge af samtidig faldende nettofinansieringsomkostninger.

4.4.1. Dekomponering af RNOA

Afkastningsgraden udtrykker selskabets evne til, at genere overskud i forhold til den indskudte kapital. (både egen- og fremmedkapital)

Jo større afkastningsgraden er, desto bedre er rentabiliteten i virksomheden, og jo bedre har man effektiviseret tilpasningerne på indtægter og omkostninger såvel som kapitalen.

Som tommelfingerregel siger man,

”...at afkastningsgraden skal som minimum ligge på et niveau, der svarer til den risikofrie rente plus et risikotillæg, da der altid vil være en risiko ved, at investere i en virksomhed, da kapitalen ellers ville kunne investeres bedre alternativt.”⁸¹

Afkastningsgraden beregnes ved som,

⁸¹ Kompendium i erhvervsøkonomi, Aspiri – side 310.



$$RNOA = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gns.nettodriftsaktiver}}$$

I den følgende tabel, er der foretaget yderligere dekomponering for, at identificere de faktorer der påvirker afkastet på nettodriftsaktiviteterne. Til det formål, tages der udgangspunkt i følgende sammenhæng som supplement til ovenstående,

$$PM = \frac{\text{samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}},$$

$$ATO = \frac{\text{nettoomsætning}}{\text{gns.nettodriftsaktiver}}.$$

hvor PM er overskudsgraden, og ATO er aktivernes omsætningshastighed.

Nøgletallene er beregnet og opstillet i tabellen nedenfor.

	2013	2012
Samlet driftsoverskud	77.847	53.093
Nettoomsætning	16.986.802	14.123.387
Overskudsgrad	0,46%	0,38%
Nettoomsætning	16.986.802	14.123.387
Gennemsnitlige netto driftsaktiver	661.172	617.132
Omsætningshastighed	25,69	22,89
Afkast på netto driftsaktiver	11,77%	8,60%

Tabel 5: Dekomponering af RNOA, Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen har OW Bunker forbedret sin overskudsgrad fra 0,38 % til ,046 %. Samtidig er aktivernes omsætningshastighed steget til 25,69 i 2013.

Det der er iøjnefaldende ved disse nøgletal er, at OW Bunker operere med meget små marginer og relativt høje omsætningshastigheder.

Dette er typiske karaktertræk der præger industrier og markeder med en mere intensiv konkurrence som derved presser marginerne i bund. De høje omsætningshastigheder tilstræbes således for, at hæve afkastet på driftsaktiviteterne. Dette gøres blandt andet ved, at øge salget og marginerne gennem øget fokus på omkostningsstrukturen, samt ved, at reducere ressourceindsatsen og pengebindingerne.

4.4.2. Analyse af overskudsgraden

Overskudsgraden viser, hvor stor en del af driftsoverskuddet i forhold til nettoomsætningen. En høj overskudsgrad betyder således, at virksomheden er god til, at konvertere omsætning til overskud, og omvendt såfremt den er lav.



4. Regnskabsanalyse

Overskudsgraden indikerer ligeledes, hvor god virksomheden er til, at holde sine omkostninger nede.

	2013	2012	2011
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%
Vareforbrug	-98,43%	-98,34%	-98,23%
Driftsomkostninger	-0,59%	-0,58%	-0,79%
Andre eksterne omkostninger	-0,20%	-0,21%	-0,28%
Personaleomkostninger	-0,42%	-0,35%	-0,34%
EBITDA-margin	0,35%	0,51%	0,37%
Afskrivninger og amortiseringer	-0,05%	-0,04%	-0,05%
EBIT-margin	0,30%	0,47%	0,32%
Skat på EBIT	-0,07%	-0,08%	-0,08%
NOPAT-margin	0,23%	0,38%	0,24%
Usædvanlige driftsposter	0,23%	-0,01%	0,15%
Samlet overskudsgrad	0,46%	0,38%	0,39%

Tabel 6: Common-size analyse af drifte, Kilde: Egen tilvirkning

Med udgangspunkt i EBITDA-marginen, fremgår det, at OW Bunker har et positivt om end lavt overskud fra driften før renter, skat og afskrivninger.

Marginen toppede 2012, hvilket er forklaret ved relativt lavere driftsomkostninger samt andre eksterne omkostninger på trods af et stigende vareforbrug. Når 2013 sammenholdes med 2012, er der indikationer på, at forbedringerne, at omkostningsstrukturen er vedvarende, og den lavere EBITDA-margin i 2013 er således et resultat af et fortsat stigende vareforbrug, samt større omkostninger til personale.

EBIT-marginen er udelukkende påvirket af afskrivninger og amortiseringer, som har ligget på et relativt lavt, og konstant niveau siden 2011. Ser vi på selskabets anlægsinvesteringer, er der sammenhæng mellem disse to parametre, da anlægskapitalen udgør en marginal del af de samlede driftsaktiver.

Skatten har ligeledes ligget på et nogenlunde konstant niveau, hvilket afspejler sig i NOPAT-marginen, som lander på 0,23 % i 2013. Forskellen i niveauet for NOPAT-marginen fra 2011 til 2013 er således forklaret ved de forhold der har påvirket EBITDA-marginen over den samme periode.

Betragtes den samlede overskudsgrad derimod, fremgår det tydeligt, at selskabet i 2011 såvel som 2013 har været i stand til, at forbedre bundlinjen ved indtægter i de usædvanlige poster efter skat, hvilket skyldes nettogevinster fra afledte finansielle instrumenter. OW Bunkers



sikringsinstrumenter, forøger således NOPAT-marginen med hhv. 100 % og 62,5 % i 2013 og 2011.

4.4.2. Analyse af omsætningshastigheden

Aktivernes omsætningshastighed måler, hvor mange gange de samlede aktiver omsættes per år. Jo højere nøgletallet er, desto flere gange omsættes aktiverne.

Man kan ligeledes tage den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed, og dermed beregne, hvor mange USD virksomheden skal investere i driftsaktiver for, at genere en kroners omsætning.⁸²

Den anden halvdel af forklaringen på udviklingen i afkastet på nettodriftsaktiverne for OW Bunker skal således findes aktivernes omsætningshastighed.

I tabellen nedenfor, er den beregnet for de respektive poster under anlægs- og arbejdskapital som den inverse omsætningshastighed. Derved er nøgletallet et udtryk for hver mange USD der er bundet i driftsaktiverne og -forpligtelserne for, at skabe 1 USD i omsætning.

	2013	2012
Nettodriftsaktiver / nettoomsætninger	0,0389	0,0437
Varebeholdninger / nettoomsætning	0,0108	0,0107
Tilgodehavender fra salg / nettoomsætning	0,0742	0,0805
Andre kortfristede driftsaktiver / nettoomsætning	0,0031	0,0051
Leverandørgæld / nettoomsætning	-0,0521	-0,0568
Andre kortfristede driftsforpligtelser / nettoomsætning	-0,0041	-0,0039
Arbejdskapital / nettoomsætning	0,0318	0,0356
Immaterielle aktiver / nettoomsætning	0,0041	0,0048
Materielle aktiver / nettoomsætning	0,0036	0,0045
Netto andre langfristede driftsforpligtelser / nettoomsætning	-0,0006	-0,0012
Anlægskapital / nettoomsætning	0,0071	0,0081

Tabel 7: Aktivernes omsætningshastighed, Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår tydeligt af tabellen, at investeringerne i anlægskapitalen er minimal, hvilket er forklaret ved selskabets forretningsmodel. Den bygger netop på en kombination af reselling, som

⁸² Kompendium i erhvervsøkonomi, Aspiri – side 312.

4. Regnskabsanalyse

kræver minimal investering i anlægsaktiver, samt lagring og salg, hvortil OW Bunker har leaset en stor del af sin flåde, og derved mindsket pengebindingen i driftsmidler.

Det der er iøjnefaldende ved de beregnede nøgletal er, at selskabets pengebindinger primært ligger i varelager, tilgodehavender fra salg samt leverandørgæld.

I og med, at selskabets forretning omfatter fysisk distribution, er der et behov for et bufferlager og det er den del af forretningen der er bestemmende for det optimale niveau for varebeholdning. Det fremgår af tabellen, at niveauet er nogenlunde stabilt, hvilket indikerer, at selskabets varebeholdning er tilpasset deres forretning og derfor befinder sig på et optimalt niveau.

Pengebindingerne i tilgodehavender fra salg er faldet fra 2012 til 2013, hvilket indikere, at selskabets kredit- og distributionspolitikker er blevet forbedret eller, at disse bliver håndhævet bedre. Faldet i pengebindingerne på 0,0063 USD svarende til 7,83 % indikere, at der fortsat er plads til forbedringer på denne front. Omregnes tilgodehavender til antal debitordage giver det 27,08 dage, hvilket ikke er en usædvanlig kredittid, og dermed kan det være en indikation på, at der ikke er markante forbedringer i vente på denne post.

Pengebindinger i leverandørgæld er den sidste væsentlige parameter, som er interessant, at se nærmere på, da denne pengebinding fungerer som en finansieringskilde for selskabet.

Det fremgår af tabellen, at der har været en stigning i pengebindingen i leverandørgæld, forstået således, at OW Bunkers kredittider ved leverandørerne enten er blevet kortere eller, at det er blevet bedre til, at betalt deres kreditorer.

Dette må siges, at være en negativ udvikling, da det betyder, at det alt andet lige, er aktionærerne selv der finansiere en større del af driften. Stigningen er på 0,0047 USD svarende til 8,23 %.

Omregnet til antal kreditordage svarer til det 19,06 dage, hvilket er en stram kredittid, når selskabets egne kredittider til egne kunder tages i betragtning.

4.5. Vækstanalyse

Gennem identifikation af det permanentet driftsoverskud i den reformulerede resultatopgørelse, kan der skelnes mellem permanente og usædvanlige afkast på nettodriftsaktiver, jf. tabellen nedenfor.

	2013	2012
Core RNOA	5,93%	8,80%
Usædvanlige poster / NDA	5,85%	-0,20%
RNOA	11,77%	8,60%

Tabel 8: Permanente driftsoverskuds andel af forrentning, Kilde: Egen tilvirkning



Som det fremgår af tabellen er det samlede afkast på nettodriftsaktiverne udgjort af netop de to nøgletal, og heraf fremgår det ydermere, at årets stigning i RNOA på 3,17 procentpoint primært er foranlediget af en markant stigning i afkastet på de usædvanlige poster.

Ændring i RNOA =	Ændring i Core PM ud fra ATO, 2012 +	Ændring i ATO +	Ændring i usædvanlige poster
3,17%	-3,52%	0,65%	6,05%

Tabel 9: Analyse af ændring i RNOA, Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabel 9, hvor der er foretaget en yderligere dekomponering af udviklingen i core RONA, bidrager ændringen i de usædvanlige poster med 6,05 procentpoint til den samlede udvikling i RNOA. Derimod har faldet i NOPAT-marginen betydet et fald i RNOA på 3,52 procentpoint, som modsvares, at en mindre stigning på 0,65 procentpoint som følge af forbedringen af aktivernes omsætningshastighed.

På samme måde kan vi anskue ændringen i ROCE jf. tabellen nedenfor.

Ændring i ROCE =	Ændring i RNOA +	Ændring i SPREAD ved FGEAR, 2012 +	Ændring i FGEAR
10,02%	3,17%	8,15%	-1,30%

Tabel 10: Analyse af ændring i ROCE, Kilde: Egen tilvirkning

Heraf fremgår det, at ca. en tredjedel af stigningen i ROCE fra 2012 til 2013 på 10,02 procentpoint skyldes forbedringen af RNOA, men de resterende to tredjedele af stigningen skal forklares ved den øget spredning mellem RNOA og nettofinansieringsomkostningerne. Gearingen er faldet mellem 2012 og 2013, hvilket har betydet et mindre fald på 1,3 procentpoint, hvilket modsvares effekten af stigning i SPREAD.

Som følge af den markante effekt finansieringsaktiviteten har haft på udviklingen i ROCE, er det interessant, at nærstudere årsagen til faldet i nettofinansieringsomkostningerne.

	2013	2012
Core NBC	2,64%	2,30%
UFP / NFO	-0,83%	0,17%
NBC	1,81%	2,46%

Tabel 11: Core finansieringsomkostningers andel af NBC, Kilde: Egen tilvirkning

Af tabellen ovenfor fremgår det, at det har været en mindre stigning i core netto finansieringsomkostninger på 0,34 procentpoint. Det er således faldet på 1 procent point i de usædvanlige netto finansieringsomkostninger der bidrager til det samlede fald, og derved resulterer i den samlede markante stigning ROCE.



4. Regnskabsanalyse

4.6. Delkonklusion - Regnskabsanalyse

Med udgangspunkt i regnskabsanalysen, kan det konstateres, at OW Bunker har en høj rentabilitet, som i vid udstrækning er drevet af selskabets finansieringsaktivitet, samt usædvanlige poster.

Vores gennemgang af selskabets historiske marginer fra driften indikerer de, at OW Bunker er følsom overfor udsving i priserne på olie, hvilket kommer til udtryk i den lave EBITDA-margin som primært skyldes det høje vareforbrug.

Når vi betragter marginen fra selskabets kerneaktivitet (NOPAT), fremgår det, at afkastet på selskabets driftsaktiviteter kun delvist kommer fra kerneaktiviteten, mens usædvanlige poster bidrager med en væsentlig del af det høje afkast.

Vores analyse af selskabets pengebindinger i driftsaktiver og -forpligtelser, indikere, at der har været fokus på, at forbedre disse.

Antallet af lagerdage indikerer, at selskabets behov for et bufferlager er steget i takt med, at salget er steget, mens antallet af debitor dage kan være et udtryk for svagt lempede kredittider til kunder, med henblik på, at tiltrække mere aktivitet. Antallet af kreditor dage har været stigende, hvilket er kan være et udtryk for, at selskabet har været i stand til, at forlænge sine kredittid ved leverandører. En årsag hertil kan være selskabets fortsatte erobring af markedsandele, hvilket styrker selskabets forhandlingskraft.

Som udgangspunkt for vores videre budgettering, er de permanente marginer i fokus, da usædvanlige poster er defineret som overskudskomponenter af lav kvalitet.

OW Bunker har siden 2012 oplevet en faldende rentabilitet fra sin kerneaktivitet. Dette fald skyldes primært to parametre.

For det første via et stigende vareforbrug, som følge af stigende oliepriser (se bilag 9).

Af bilaget fremgår det således, at oliepriserne er steget fra laveste niveau i 2011 på USD 79,20 til USD 98,66 ultimo 2013. I den mellemliggende periode, har olieprisen toppet i hhv. februar 2012 (USD 106,94) og august 2013 (USD 107,60). Denne overordnet prisstigninger må alt andet lige, betyde en lavere EBITDA-margin, hvilket kommer til udtryk i common-size analysen.

For det andet som følge af stigende personaleomkostninger på 42,91 % (2012: 27,14 %) sammenholdt med en relativt lavere stigning i antallet af medarbejdere på 19,52 % (2012: 14,25 %). Dette harmonerer med den strategiske analyse, hvor prioritering af interne træningsprogrammer og medarbejderudvikling er i fokus.

Dette danner således baggrund for den videre værdiansættelse af OW Bunker A/S.





5. Budgettering

Inden vi når til selve værdiansættelsen, skal vi fastlægge et budget.

”Et budget er dit redskab til, at simulere fremtiden. Hvis du kan lægge et realistisk budget og bruge det som et aktivt værktøj i et regnskabsår, er det muligt, at se virkeligheden i øjnene på et tidligere tidspunkt, end bogholderiet er i stand til, at fortælle. Det gør dig i stand til, at træffe de rigtige beslutninger i rette tid” ⁸³

Der er således tale om et skøn og en vurdering af fremtiden, baseret på det offentliggjorte regnskab i dette tilfælde for 2013. Med udgangspunkt i den reformulerede resultatopgørelse samt balance vil vi her, blandt andet gøre brug af vores nøgletal fundet i undersøgelsesspørgsmål II og budgettere frem til 2018, hvor vi, mener, at vi rammer et steady-state niveau.

Dette undersøgelsesspørgsmål har til formål, at opsummere vores resultater fundet i de to første undersøgelsesspørgsmål, og dermed give et endeligt bud på en værdiansættelse af OW Bunker A/S.

I vores omverdens analyse blev vi opmærksomme på eventuelle forhold vi skulle tage højde for i vores budgettering, da dette har givet os et godt billede af, hvor OW Bunker står på markedet, samt udfordringer og muligheder, der kan have effekt på de nøgletal vi anvender i budgetteringen.

Herudover har den reformulerede resultatopgørelse samt balance givet os de relevante nøgletal, som vi skal bruge i forbindelse med både budgetteringen, men også selve værdiansættelsen. Det er klart og bør understreges, at jo længere ud i fremtiden vi kommer, jo mere usikkert er det, at basere og konkludere på tallene.

5.1. Budgettering af salgsvæksten

I vores budgettering har vi valgt kun, at tage udgangspunkt i nettoomsætningen, driftsoverskud fra salg og andet driftsoverskud, der slutteligt vil resultere i et samlet driftsoverskud.

⁸³ <http://www.pwc.dk/da/smv/ivaerksaetter/budgettering-og-styring.html>

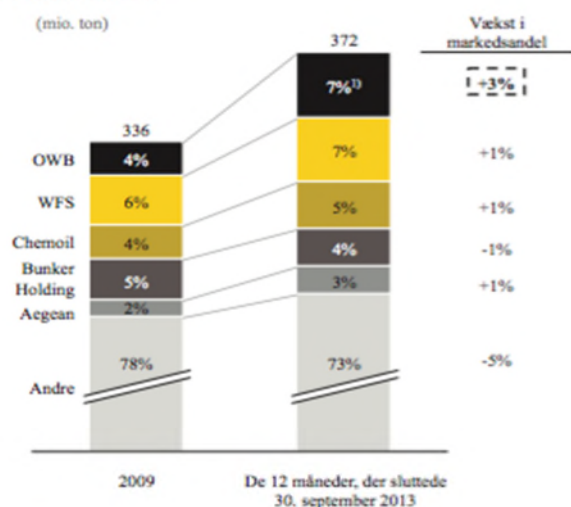


	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	16.986.802	19.517.835	21.824.844	23.732.335	25.075.585	25.722.535
Driftsoverskud fra salg		48.795	54.562	59.331	62.689	64.306
Andet driftsoverskud		-	-	-	-	-
Samlet driftsoverskud (OI)		48.795	54.562	59.331	62.689	64.306
	2014	2015	2016	2017	2018	Herefter
Salgsvækst i procent	14,90%	11,82%	8,74%	5,66%	2,58%	2,58%
Core sales PM i %	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Andet driftsoverskud t.DKK	-	-	-	-	-	-
ATO	25,69	25,69	25,69	25,69	25,69	25,69
Core sales PM og Andet driftsoverskud er på efter skat basis.						

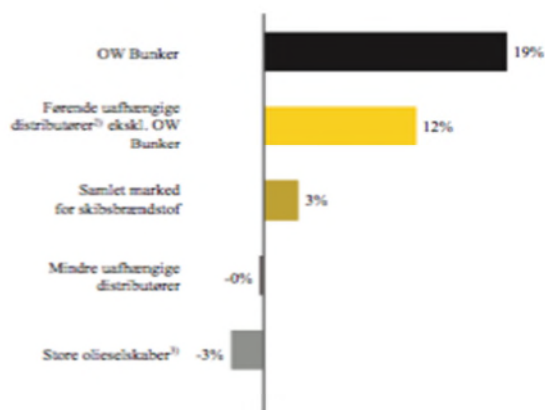
Tabel 12: Budgettering af driften, Kilde: Egen tilvirkning

I salget oplyser OW Bunker, at de forventer en fortsat udvikling i salget, og vurderer, at de kan forøge volumen i 2014 med ca. 10 % ift. 2013, mens det globale markedsvolumen for skibsbrændstof vil vokse med en CAGR på 3-4 % fra 2012 til 2016. Den generelle vækst i omsætningen viser dog en stigning på ca. 20 % både fra 2011 til 2012 og fra 2012 til 2013. Dette inkluderer altså en stigning på 20 % i den totale omsætning, både i volumen og i pris.

Fordeling af anslået markedsvolumen for skibsbrændstof



CAGR-vækst i markedsvolumen for skibsbrændstof mellem 2009 og 30. september 2013



Kilde: Ledelsens skøn baseret på oplysninger fra branchepublikationer og andre oplysninger.

- 1) OW Bunkers volumen for de 12 måneder, der sluttede 30. september 2013, omfatter 355.200 ton volumen fra Bergen Bunkers AS ("Bergen Bunkers") for 4. kvartal 2012. OW Bunker opkøbte Bergen Bunkers i december 2012.
- 2) Inkluderer World Fuel Services, Chemoil, Bunker Holding A/S, Aegean, Brightoil, Vitol, Monjasa og Bominflot.
- 3) Inkluderer store integrerede olieselskaber (f.eks. ExxonMobil, ConocoPhillips, Total, Shell og Petrobras).

Ovenstående figur viser, at i 2009 var markedsvolumen på i alt 336 mio. ton.

Af den totale markedsvolumen, havde OW Bunker 4 % svarende til 13,44 mio. ton.

Vi bliver endvidere bekendt med den anslåede markedsvolumen for 2013, hvor markedsvolumen var på 372 mio. ton, hvoraf OW Bunker havde 7 %, svarende til 26,04 mio. ton. Dette giver os



5. Budgettering

en CAGR-vækst (compound annual growth rate) på 17,98 % iflg. Vores beregning (ovenstående figur) viser CAGR-vækst på 19 %, hvilket kan skyldes afrunding til hele mio. ton).

Ud fra ovenstående oplysninger, kan vi hermed udlede volumen for OW Bunker for de øvrige år 2010-2012, som vi vil bruge til, at beregne prisen, der umiddelbart ikke fremgår af børsprospektet eller årsrapporten.

Budgetteret vækst i omsætning	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
CAGR-vækst	17,98%	14,90%	11,82%	8,74%	5,66%	2,58%	
Mængder mio. ton	26,04	29,92	33,46	36,38	38,44	39,43	8,65%
Omsætning USD'000	16.986.802	19.517.741	21.824.521	23.731.620	25.074.301	25.720.520	8,65%
%-vis vækst i omsætning		14,90%	11,82%	8,74%	5,66%	2,58%	

Tabel 13: Budgetteret vækst i omsætning, Kilde: Egen tilvirkning

Vi har benyttet os af følgende formel for, at beregne CAGR-væksten for både markedet og for OW Bunker:

$$\left(\frac{\text{Mængde år 1}}{\text{Mængde år 0}} \right)^{\frac{1}{(\text{år 1} - \text{år 0})}} - 1$$
$$\text{Markedet: } \left(\frac{372}{336} \right)^{\frac{1}{(2013-2009)}} - 1 = 2,58\%$$
$$\text{OW Bunker: } \left(\frac{(372 \cdot 7\%)}{(336 \cdot 4\%)} \right)^{\frac{1}{(2013-2009)}} - 1 = 17,98\%$$

Dernæst kan vi gange vores beregnet CAGR-vækst på tidligere års volumen, og dermed udlede volumen i perioden 2010-2012.

Når volumen er udregnet for alle perioderne, kan vi for 2011-2013 (da vi igen kun bruger årsrapporten for 2013 opstillet efter IRFS) beregne os frem til en pris pr. mio. ton.

Dette gøres simpelt ved, at tage den oplyste omsætning for 2011, 2012 og 2013 fra årsrapporten 2013 og dividere den med vores udregnede mængde.

Her kan vi se, at CAGR-væksten i priserne med deres ca. 2 %-vækst, udgør langt mindre end væksten i mængderne.

Vi vurderer derfor, at vi ikke inkluderer priserne i vores budgettering, da en ændring i prisen vil have mindre effekt end en ændring i de samlede mængder.

Hermed har vi opstillet de talmæssige forudsætninger for det budgetterede salg.



Da CAGR-væksten for markedet ligger på 2,58 % antager vi, at OW Bunkers vækst vil mættes ude i fremtiden og tilnærmelsesvis nærme sig markedsvæksten.

Derfor antager vi, at CAGR-væksten i den 5-årige budgetperiode vil ende på 2,58 % i 2018. Vi har derfor delt ændringen mellem de 2 år op i 5, for, at til sidst ende på de 2,58 %, som fremgår af nedenstående tabel.

Budgetteret vækst i omsætning	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
CAGR-vækst	17,98%	14,90%	11,82%	8,74%	5,66%	2,58%	
Mængder mio. ton	26,04	29,92	33,46	36,38	38,44	39,43	8,65%
Omsætning USD'000	16.986.802	19.517.741	21.824.521	23.731.620	25.074.301	25.720.520	8,65%
%-vis vækst i omsætning		14,90%	11,82%	8,74%	5,66%	2,58%	

Tabel 14: Budgetteret vækst i omsætning, kilde: egen tilvirkning

Det budgetterede salg, som viser den %-vise vækst i omsætningen i budgetperioden, og i 2018 resulterer det i en omsætning på t.USD 25.720.520, en stigning på 2.58 % ift. 2018, som altså svarer til markedsvæksten i CAGR.

Ovenstående tabel viser også, at mængden er steget forholdsmæssigt i takt med omsætningen.

5.2. Budgettering af overskudsgraden

Vi har valgt, at både "Core sales PM i %" og "ATO" er forholdsvis stabile og konstante. Core driftsoverskud fra salg er så lille en del af omsætningen, at udsving i dette nøgletal, alt andet lige, ikke vil have den store betydning i vores budgettering. Vi har dog valgt, at tage gennemsnittet for de seneste 3 år, som giver os 0,28 % og vurderet, at 0,25 % for hele budgetperioden vurderes rimeligt.

5.3 Budgettering af aktiveres omsætningshastighed

Aktiveres omsætningshastighed er fastsat i vores rentabilitetsanalyse til 25,69 i 2013. Vi mener, at det er begrænset med forbedringer, som OW Bunker kan levere med henblik på ATO. Da netto driftsaktiverne primært består af tilgodehavender fra salg og serviceydelser og leverandørgæld, mener vi ikke, at der mange ændringer OW Bunker kan komme med på dette område. Dette kræver, at de kan blive bedre til, at inddrive deres tilgodehavender fra kunderne samt øge deres kreditdage hos leverandørerne. Der er dog visse begrænsninger både på kreditdage hos leverandøren såvel som kredit dagene, som OW Bunker yder til sine kunder.



6. Værdiansættelse

I forbindelse med værdiansættelsen vil vi benytte os af den indirekte residualindkomst model, som bygger på de faktiske nettodriftsaktiver i 2013 samt de fremtidige budgetterede residualoverskud fra driften.

$$V^E = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{WACC})^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{WACC}-g)(1+r_{WACC})^T} - V^{NFF}$$

Nettodriftsaktiverne i budgetperioden er beregnet på baggrund af de budgetterede omsætningshastigheder for de respektive år, sammenholdt med efterfølgende års nettoomsætning.

$$RIDO_t = DO_t - r_{WACC} * NDA_{t-1}$$

Herfra fratrækkes det forventede driftsoverskud, beregnet som nettodriftsaktiverne i primo, multipliceret med kapitalinskydernes afkastkrav.

Efter de budgetteret 5 år, når der en vis usikkerhed på virksomhedens økonomiske udvikling, hvorfor man her gør brug af terminalperioden, som er hvor væksten stabiliseres. OW Bunker når, den såkaldte steady-state, hvor væksten i salget er faldet til en konstant langsigtet vækstrate, og overskudsgraden ligeledes forbliver konstant.

Aktivernes omsætningshastighed har ligeledes ramt et konstant niveau og tilsammen sikrer disse tre forudsætninger, at driftsomkostningerne og nettodriftsaktiverne, vokser med samme rate som salget.

6.1. Kapitalomkostninger (WACC)

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC, fremgår 3 steder i ovenstående formel, og skal derfor udledes i forbindelse med værdiansættelsen.

“WACC er et udtryk for de omkostninger, der er forbundet med, at fremskaffe kapital til virksomheden. De gennemsnitlige kapitalomkostninger tager højde for både ejernes og långivernes afkastkrav.”⁸⁴

⁸⁴ <https://www.e-economic.dk/regnskabsprogram/ordbog/kapitalvaerdi>



WACC'en danner ligeledes baggrund for diskonteringsfaktoren.

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) kan beregnes efter følgende formler:⁸⁵

$$WACC = (Egenkapitalandel * Egenkapitalomkostning) + (Fremmedkapitalandel * Fremmedkapitalomkostning),$$

hvor

$$Egenkapitalandelen = \frac{E}{V},$$

$$Egenkapitalomkostning = R_e,$$

$$\text{Fremmedkapitalomkostning} = R_d$$

$$Fremmedkapitalandel = \frac{D}{V}.^{86}$$

I de følgende afsnit vil vi gennemgå ovenstående 4 udtryk, som danner baggrund for vores WACC.

6.1.1. Ejernes afkastkrav r_e

Risikofrie rente

Den risikofrie rente er fastsat til 2,68 % og er beregnet som den gennemsnitlige rente i 2013 af den 10-årige statsobligation i henholdsvis USA⁸⁷ og Euroområdet.⁸⁸

Til trods for, at OW Bunkers hjemsted er i Danmark, opererer de i store dele af Europa og USA. Vi vurderer derfor, disse to 10-årige statsobligationer mest retvisende som benchmark for den risikofrie rente, grundet koncernens tilstedeværelse på et internationalt marked. Det vurderes i øvrigt, at renten på den danske statsobligation er indeholdt i det europæiske benchmark, hvorved det nationale renteniveau indirekte indgår i vores betragtning.

Dernæst er der beregnet en β -værdi for selskabet. Udfordringen med beregningen af β -værdien er, at selskabets aktier ikke er noteret på Københavns fondsbørs på tidspunktet for værdiansættelsen, hvilket har betydet, at vi har været nødsaget til, at tage udgangspunkt i en

⁸⁵ <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813207>

⁸⁶ Se bilag 10

⁸⁷ <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

⁸⁸ http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.M.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD



6. Værdiansættelse

“industri-beta”, der er beregnet som den gennemsnitlige beta, for de selskaber der er oplyst som OW Bunkers nærmeste konkurrenter.

Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er fastsat ud fra et notat, udarbejdet af konsulentvirksomheden PwC⁸⁹. I dette notat, beskrives det, hvordan der gennem markedsundersøgelse er estimeret et årligt gennemsnitligt niveau for markedsrisikopræmien. Undersøgelsen viser, at respondenterne anvender en markedsrisikopræmie i intervallet 4,5 % til 8,0 %. Det oplyses dog, at 65 % af respondenterne anvender markedsrisikopræmie mellem 5,0 % og 6,0 %.

Af nedenstående figur fremgår det, at det gennemsnitlige niveau for 2013, var på 5,3 %, hvilket således er den markedsrisikopræmie, vi tager udgangspunkt i, i forbindelse med vores beregning af ejernes afkastkrav.

Til beregning af ejernes afkastkrav, anvender vi CAPM-modellen som er givet ved følgende formel:

$$r_e = r_f + \beta * MRP$$

hvor r_f er den risikofrie rente på 1,74 %, beta er 1,38 som jf. vores beregninger ovenfor, og MRP er markedsrisikopræmien på 5,3 jf. undersøgelsen udarbejdet af PwC. Samlet set giver det et afkastkrav på 9,05 %.

β -værdi

Beta for de respektive konkurrenter er beregnet som kovariansen mellem den procentvise ændring i priserne på indekset (NYSE) og den procentvise ændring i priserne på aktien for selskabet og divideret med variansen i de procentvise ændringer i priserne på indekset.

I forbindelse med vores beregning af beta, har vi været nødsaget til, at afgrænse os fra den historiske data, der findes på priserne.

Dette skyldes, at vi ønsker den højest mulige grad af reliabilitet og validitet i den anvendte data, hvilket vi i dette konkrete tilfælde kan efterprøve rigtigheden af, ved, at beregne regressionskoefficienten. Koefficienten er et udtryk for det anvendte datas samvarians, og derved

⁸⁹ <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>



hvorvidt der er sammenhæng mellem udviklingen i markedet og aktien. For World Fuel Services har vi beregnet en beta på 1,32 med en regressionskoefficient på 0,37 og for Aegan har vi beregnet en beta 1,44 med en regressionskoefficient på 0,27. Dette giver samlet en gennemsnitlig beta på 1,38 til anvendelse i vores videre beregning af ejernes afkastkrav.

6.1.2. Kapitalstruktur

Ved beregning af egenkapitalandelen har vi anvendt følgende formel:

$$\frac{MVE}{MVE + NFO}$$

Hvor V_{EK} er markedsværdien af egenkapitalen.

Denne værdi kan hurtigt udledes såfremt virksomheden er børsnoteret. Dette er dog ikke tilfældet med OW Bunker.

Vi har derfor taget udgangspunkt i nogle af OW Bunkers tætteste konkurrenter.

Det drejer sig om, Aegean, World Fuel Services og Brightoil, som alle er børsnoteret. Vi har fundet deres respektive aktiekurs pr. 31/12-2013, multipliceret med antal udstedte aktier, og til sidst divideret med den bogførte egenkapital. Sidstnævnte tal kan udledes fra deres årsregnskab 2013.

Dette har givet os 3 forskellige P/B, som er listet nedenfor, se bilag 11 for beregningsgrundlag:

Selskab	P/B
World Fuel Services	1,83
Brightoil	2,71
Aegean Marine Petroleum	0,94

Tabel 15: Beregnet pris over bogført værdi for udvalgte konkurrenter, kilde: egen tilvirkning

Vi har anvendt den gennemsnitlige P/B-værdi og multipliceret denne på vores bogførte egenkapital i OW Bunker. Dette giver os en markedsværdi på egenkapitalen, E på:

$$E = 1,83 \% * 223.305 = 408.648$$

Markedsværdien på gælden, D, indhenter vi direkte fra den reformulerede balance.

Dernæst indsætter vi vores tal i vores formel og beregner således egenkapitalandelen på:

$$\frac{E}{V} = \frac{408.648}{(408.648 + 484.163)} = 45,77 \%, \text{ hvor } V = E + D.$$



6. Værdiansættelse

6.1.3. Lånerente

I forbindelse med fremmedkapitalandelen, skal vi først tage udgangspunkt i de finansielle poster på før skat basis. Dette gøres dog simpelt ved, at tillægge skatten i de reformulerede specifikationer af de finansielle poster, både core netto finansielle poster såvel som usædvanlige finansielle poster.

De finansielle poster dividerer vi med vores netto finansielle forpligtelser for 2013, hvilket giver os gældsomkostninger før skat på:

Core netto finansielle poster efter skat: 11.642

Skat heraf: -3.881

Usædvanlige finansielle poster: 3.677

Skat heraf: 754

$$\frac{(2.923 + 15.523)}{484.163} = 2,6 \%$$

Skattesatsen er fastsat ud fra selskabsskatteprocenten i 2013, som var på 25 %.

Vores fremmedkapitalandel er dermed:

$$2,6 \% * (1 - 25 \%) = 1,95 \%$$

6.1.4. Beregning af WACC

Efter en længere gennemgang af de enkelte elementer, som indgår i vores WACC beregning kan vi hermed opsummere og estimere vores WACC til brug for værdiansættelsen af OW Bunker.

$$\text{WACC} = (\text{Egenkapitalandel} \times \text{Egenkapitalomkostning}) + (\text{Fremmedkapitalandel} \times \text{Fremmedkapitalomkostning})$$

$$\text{WACC} = (45,77 \% \times 9,99 \%) + (1,95 \% \times (1 - 45,77 \%)) = 5,63 \%$$

Dette svarer overens med vores beregning i vores værdiansættelse, se bilag 10.



6.2. Værdiansættelse med RIDO-modellen

I og med, at vi anvender RIDO-modellen til værdiansættelse af OW Bunker, tager vi udgangspunkt i nettodriftsaktiverne ultimo 2013.

Netto driftsaktiver for 2014 og frem til og med terminalperioden er beregnet på baggrund af omsætningen for det efterfølgende år divideret med den budgetteret omsætningshastighed for aktiverne i det pågældende år.

Afkast af netto driftsaktiverne er herefter beregnet som det samlede driftsoverskud for året divideret med nettodriftsaktiverne primo året. RNOA ligger i 2014 på 6,9 %, og falder året efter til 6,4 %, hvorefter afkastet ligger fast på dette niveau.

RNOA er i alle år større end den beregnede WACC på 5,63 %, hvilket er årsag til de positive residualoverskud i hele budgetperioden.

Residualoverskudet er beregnet som forskellen mellem RNOA og WACC multipliceret det samlede driftsoverskud for det respektive år.

Terminalværdien er den værdi, som virksomheden har ved et givet fremtidigt tidspunkt for værdiansættelsen, såfremt der er stabil vækst.⁹⁰ Netop denne stabile vækst rammer vi i 2018, hvor det er værd, at bemærke, at vækst i residualindkomsten og RNOA er forholdsvis konstante fremadrettet. Derfor vil vi beregne vores terminalværdi på baggrund af residualoverskuddet i 2018. Residualoverskuddet tillægger vi den fremtidige vækst efter 2018, og dividerer med den beregnede WACC, fratrukket den fremtidige vækst. Beregning ser ud som følgende:

Terminalværdi: $\frac{(ReOI \times (1+g))}{(wacc - g)}$

$$\frac{7.921 \times 102,28 \%}{5,63 \% - 2,58 \%} = 266.405$$

I vores værdiansættelse får vi en terminalværdi på t.USD 266.252. Forskellen skyldes afrundinger. Dette tilbagediskonterer vi med vores WACC således, at vi får nutidsværdien i 2013 på t.USD 202.451.

⁹⁰ <http://www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp>



6. Værdiansættelse

6.2.1. Værdiansættelse af OW Bunker A/S

Da vi som udgangspunkt har beregnet alle nødvendige faktorer er det nu muligt, at fastsætte en virksomhedsværdi, VNOA, af OW Bunker. Det gøres ved en summering af vores ultimo NOA for 2013 tillagt den beregnede nutidsværdi af residualindkomsten i budgetperioden samt den beregnede nutidsværdi af terminalværdien.

Dette giver os en samlet virksomhedsværdi på i alt t.USD 942.378 før netto finansielle forpligtelser. NFO udgør fra den reformulerede balance ultimo 2013 t.USD 484.163.

Fratrukket den beregnet virksomhedsværdi giver det os en egenkapitalsværdi, V_e , på i alt tUSD 458.215.

OW Bunker A/S egenkapitalværdi = tUSD 458.215

OW Bunker A/S egenkapitalværdi omregnet til danske kroner = tDKK 2.480.180

Af børsprospektet fremgår det, at såfremt en børsnotering finder sted, vil der udstedes 34.462.385 aktier, hvilket giver en aktiekurs på 13,30 pr. aktie.

OW Bunker A/S aktiekurs = USD 13,30 pr. aktie

OW Bunker A/S aktiekurs = DKK 71,97 pr. aktie.

6.3. Delkonklusion - Værdiansættelse

Forudsætningerne for budgetteringen og værdiansættelsen er beregnet og fastlagt på baggrund af vores foregående undersøgelsesspørgsmål. Vi forventer en samlet stigning i nettoomsætningen i budgetperioden frem til 2018 på 51 %, mens vi har fastholdt vores budgetterede forventninger til væksten for både overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed på niveau med 2013. Den budgetteret vækstrate på omsætningen er fastsat på baggrund af en forventning om en fremtidig salgsvækst på niveau med den historiske markedsvækst. Dette giver os en faldende vækstrate, der i budgetperioden tilnærmer sig markedsvæksten på 2,58 %. Overskudsgraden er budgetteret til 0,25 % ud fra den betragtning, at core RNOA i 2013 ligger på et stabilt niveau, som udgør en næsten uvæsentlig del af omsætningen, og hvor mindre udsving vil kunne forekomme, dog unden, at have en væsentlig påvirkning. Derudover har vi fastsat, ATO som en konstant, da netto driftsaktiverne hovedsageligt består af tilgodehavender og leverandørgæld. Ændringer hertil vil



formentlig primært være ændringer i kredit tiderne både fra leverandørerne, men også fra OW Bunker, og der kan være begrænsninger for hvor meget man kan rykke rundt på dette.

Vi værdisætter OW Bunker A/S til 2.480.180 mia. kr., ud fra de forudsætninger, at WACC'en er fastsat på baggrund af flere parametre. Der vil således være en vis usikkerhed i beregningen, som bliver udfordret i næste undersøgelsesspørgsmål. WACC'en bliver fastsat ud fra en markedsværdi af egenkapitalen, som er beregnet på baggrund af en gennemsnitlig P/B. P/B er beregnet ud fra udvalgte børsnoterede konkurrenter til OW Bunker. Den risikofrie rente er baseret på den 10-årige statsobligation for henholdsvis USA og Euroområdet. β -værdien er ligeledes beregnet på baggrund af de udvalgte børsnoterede konkurrenter, hvor gennemsnittet anvendes. Markedsrisikopræmien er fastsat ud fra en markedsundersøgelse, mens fremmedkapitalandelen er udledt på baggrund af vores reformulering af henholdsvis totalindkomsten og balancen. Dette giver os en WACC på 5,63 %.



7. Konklusion

OW Bunker A/S blev grundlagt i 1953, og mange årtier senere blev en af de største uafhængige bunkering virksomheder i verden. De opererer i 29 forskellige lande, herunder nogle af de travleste og største havne i hele verden. Selskabet blev børsnoteret den 28. marts 2014 Københavns Fondsbørs og syv måneder senere, blev de erklæret konkurs.

Gennem strategiske- og regnskabsanalyser kan vi konkludere, at OW Bunker har alle forudsætningerne for at være den markedsleder, som de er, til og med børsprospektdatoen. Med en markedsandel på 7 %, og global repræsentation, står koncernen stærkt på markedet. De har en række ledende- og nøglemedarbejdere, der løbende bliver coachet, som opretholder OW Bunkers kundeservice og frembrusende vækst, og er derfor afhængig heraf. I takt med den stigende efterspørgsel på serviceydelser, og de store olieselskaber har valgt at fokusere anderledes ved at træde ud af markedet, giver dette rige muligheder for, at erobre yderligere markedsandele.

Den finansielle analyse viser en høj rentabilitet, som primært er drevet af selskabets finansieringsaktivitet og usædvanlige poster. Den lave EBITDA-margin er dog hovedsageligt forårsaget af investering i nøgle-medarbejdere i organisationen og høje oliepriser. Det kan derfor konkluderes, at OW Bunker er følsom overfor udsving i netop disse to faktorer.

Budgetforudsætninger er estimeret på baggrund af vores strategiske- og regnskabsanalyser. OW Bunker vokster meget på kort tid, dog mener vi, at væksten vil blive mættet på sigt. Vi har derfor valgt, at vækstraten for omsætningen vil tilnærme sig markedsvæksten på 2,58 %. Derudover har vi estimeret WACC til 5,63 %, som sammen med den fastsatte vækst, er de to faktorer, der danner baggrund for den estimerede markedsværdi.

Den teoretiske værdi af OW Bunker A/S ved indregning af faktiske risiko- og kreditstyring i koncernen er 2.480.180 milliarder kr., hvilket giver en pris pr. Aktie på 72 kr.



8. Perspektivering

For, at kunne konkludere på, hvilken påvirkning OW Bunkers konkurs bør have på standarden for god selskabsledelse, vil vi perspektivere over til anvendte metoder samt begivenheder, som er fundet sted efter tidspunktet for vores værdiansættelse.

Da der kan anvendes mange forskellige metoder og modeller i forbindelse med en værdiansættelse, vil vi her perspektivere og belyse, alternative metoder vi kunne have benyttet til, at værdiansætte OW Bunker særligt markedsbaseret multipler.

Ligeledes er der indtruffet begivenheder efter deres officielle børsnotering, som med stor sikkerhed vil have haft stor indflydelse på vores værdiansættelse.

Perspektivering af anvendte metoder

I forbindelse med værdiansættelsen af OW Bunker er den indirekte kapitalværdibaserede model, RIDO-modellen anvendt.

På trods af, at modellen er anvendt i vid udstrækning, i praksis, er den ikke hel fejlfri.

En af de usikkerheder, som er af væsentlig betydning, er, at modellerne anlægger en meget statistisk betragtning af værdiansættelse, i og med, at en af forudsætningerne er, at selskabet på et tidspunkt vil nå steady-state, hvorefter der ikke tages højde for eventuelle ændringer i renter, kapitalstruktur mv.

For, at anskueliggøre, hvilke effekter sådanne ændringer vil have på værdiansættelsen, er der udarbejdet en følsomhedsanalyse, som giver særskilte markedsværdier af egenkapitalen på baggrund af udvalgte størrelser på parametrene WACC og væksthastighed.

Nedenfor er tabellen med de forskellige markedsværdier indsat.

Den beregnede værdiansættelse som blev beregnet under , 6.2.1. Værdiansættelse af OW Bunker A/S, er fremgået med blå i tabellen nedenfor, med en WACC på 5,63 % og en vækstrate på 2,58 %.

De nærmeste markedsværdier omkring vores estimat er indhegnet med blå, og det der er bemærkelsesværdigt, ved disse værdier er, at selskabets markedsværdi spænder fra tUSD 189.819 til tUSD 1.528.797. Dette er et bredt interval, og det der kan udledes at



8. Perspektivering

følsomhedsanalysen er, at selskabet i højgrad er følsom overfor udsving i kapitalomkostningerne samt i salgsvæksten.

		Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)						
		3,63%	4,63%	4,72%	5,63%	6,55%	6,63%	7,63%
Salgsvækst i procent	0,00%	981.111	604.116	579.657	362.711	207.606	195.493	73.244
	0,58%	1.107.899	650.356	621.902	375.681	206.173	193.156	63.525
	1,58%	1.494.831	771.358	731.433	406.763	202.917	187.866	42.394
	2,58%	2.617.504	1.010.306	943.501	458.215	198.019	179.966	12.896
	3,58%	47.073.862	1.703.606	1.528.797	559.819	189.819	166.887	-31.161
	4,58%	-2.241.291	29.157.384	10.696.395	854.622	173.284	141.061	-104.092

Tabel 16: Følsomhedsanalyse af markedsværdien, Kilde: Egen tilvirkning

Hvis vi starter med at betragte ændringerne i WACC'en er det vigtigt at have for øje, at den er et resultat af andre variable, som angivet under 6.1. Kapitalomkostninger (WACC).

Ændringer i ejernes afkastkrav, fremmedfinansieringens afkastkrav, eller i den langsigtede kapitalstruktur, betyder således en anderledes WACC end den der danner grundlag for værdiansættelsen.

		Fremmedfinansierings kapitalomkostninger						
		0,45%	0,95%	1,45%	1,95%	2,45%	2,95%	3,45%
Egenkapitalens kapitalomk.	7,99%	3,90%	4,17%	4,45%	4,72%	4,99%	5,26%	5,53%
	8,99%	4,36%	4,63%	4,90%	5,17%	5,45%	5,72%	5,99%
	9,99%	4,82%	5,09%	5,36%	5,63%	5,90%	6,17%	6,45%
	10,99%	5,28%	5,55%	5,82%	6,09%	6,36%	6,63%	6,90%
	11,99%	5,73%	6,00%	6,28%	6,55%	6,82%	7,09%	7,36%

Tabel 17: Følsomhedsanalyse af WACC'en, Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen ovenfor, er volatiliteten i WACC'en ikke så ekstrem som i selve værdien af egenkapitalen.

Det historisk lave renteniveau taler for en rentestigning med tiden, hvilket skubber WACC'en mod højre, og dette vil samtidig påvirke den risikofrie rente, hvilket vil hæve egenkapitalens kapitalomkostninger. Dett skubber WACC'en ned og vi lander på lang sigt således, formentlig inden for den røde indhegning i tabellen.



8. Perspektivering

Med udgangspunkt i den højere rente vil OW Bunker således på langt sigt have en markedsværdi der ligger til højre for den beregnet jf. vores følsomhedstabel, og dette indikere, alt andet lige, at den estimeret værdi af OW Bunker er et udtryk for en markedsværdi i den høje ende intervallet.

Som supplement til følsomhedsanalysen, er der udarbejdet en mutipleanalyse. Multiplerne er beregnet som forholdet mellem markedsværdier og øvrige benchmarks som nettoomsætning (P/S), indtjening (P/E) og egenkapital (P/B) per 31. december 2013 for udvalgte konkurrenter.

Formålet med analysen er, at beregner tre gennemsnitlige multiple for sammenlignelige aktører på markedet for bunkering, for derved, at finde en estimeret markedsværdi for OW Bunker.

En af forudsætningerne for anvendelse af multipler, er, at markedet er efficient og dermed, at alle forhold af betydning for selskabets værdi er indregnet i markedsprisen.

En af forudsætningerne, der ligger til grund for denne opgave er dog, at markedet ikke er fuldt efficient. Såfremt det er tilfældet, vil en værdiansættelse være overflødig, da selskabets værdi vil være lig med markedsværdien.

Selskab	Nettoomsætning	Overskud før ekstra ordinære poster	Bogført værdi af egenkapital	Markedsværdi	P/S	P/E	P/B
World Fuel Services	41.561.947.000	246.665.000	1.678.894.000	3.074.027.840	0,07	12,46	1,83
Brightoil	55.448.813.000	13.468.000	6.897.025.000	18.672.641.307	0,34	1.386,45	2,71
Chemoil	12.958.908.000	41.281.000	584.804.000	360.073.840	0,03	8,72	0,62
Aegean	6.334.729.000	26.052.000	543.746.000	512.386.534	0,08	19,67	0,94
OW Bunker A/S	16.986.802.000	83.468.000	222.815.000		0,13	13,62	1,52

	Gns. Multipl for sammenlignelige	OW Bunker beløb	Estimeret værdi
Nettoomsætning	0,13	16.986.802.000	2.205.686.372
Overskud	13,62	83.468.000	1.136.631.211
Bogført værdi	1,52	222.815.000	339.590.960
Gennemsnit af værdier			1.227.302.848

Tabel 18: Multipleberegning og - analyse pba. konkurrenters P/E, P/S og P/B, Kilde: Egen tilvirkning

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabeller, viser en mutiple-analyse på baggrund af OW Bunkers konkurrenter. Vi har anvendt den markedsværdi for alle selskaberne, som vi har beregnet i forbindelse med udledning af β -værdien. Chemoils markedsværdi er beregnet på samme fremgangsmåde, som de andre selskaber.



8. Perspektivering

Vi har herefter sammenholdt markedsværdien med hhv. omsætning, overskud før ekstraordinære poster og den bogførte egenkapital, som er data vi har udledt fra de respektive årsrapporter 2013. Dette giver os 3 mutiple for hhv. P/S, P/E og P/B, hvor vi vil anvende gennemsnittet for hver især og tillægge samme benchmarks for OW Bunker A/S. Data er udledt af den offentliggjorte årsrapport for 2013. Vi mener, at dette giver os det mest retvisende billede, da årsrapporten for konkurrenterne ikke er reformulerede.

Vi har ligeledes undtaget P/E for Brightoil i forbindelse med vores gennemsnitsberegning, da vi umiddelbart vurderer, at de har haft et ekstraordinært dårligt år for 2013, hvorfor P/E for Brightoil ikke er retvisende.

Dette giver os en gennemsnitlig værdi af OW Bunker A/S på t.USD 1.227.303, altså langt over vores residualindkomst-beregning.



9. Litteraturliste

- Aegean Marine Petroleum. (2013). *Aegean Marine Petroleum Annual Report*. Piræus: Aegean Marine Petroleum.
- Andersen, I. (2013). *Den skinbarlige virkelighed*. Frederiksberg: Samfundslitteratur.
- Berlingske. (2016, 4 15). *Emne: OW Bunker*. Retrieved from Berlingske:
<http://www.b.dk/emne/ow-bunker>
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013, 12 19). *Selected Interest Rates (Daily) - H.15*. Retrieved from Board of Governors of the Federal Reserve System:
<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>
- Brightoil Petroleum Limited. (2013). *Brightoil Petroleum Limited Annual Report*. Hongkong: Brightoil Petroleum Limited.
- Børsen. (2015, 6 15). *Historien om O.W. Bunker 1953-2014*. Retrieved from Børsen:
<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/114586/artikel.html>
- Chemoil. (2013). *Chemoil Annual Report*. Hongkong: Chemoil.
- DR. (2016, 4 4). *Tema: OW Bunker*. Retrieved from DR: <http://www.dr.dk/nyheder/tema/ow-bunker>
- Euroinvestor. (n.d.). *WTI Oil*. Retrieved from Euroinvestor:
<http://www.euroinvestor.dk/boerser/gtis-energy/wti-oil/2327086/graf>
- Foreningen OW Bunker Investor . (2014, 11 20). *Pressemeddelelse: Dokumenter fra og anden information om OW Bunker*. Retrieved from Foreningen OW Bunker Investor :
<http://owbunkerinvestor.dk/dokumentation/>
- Høberg, J., & Brahm, K. (2014, 12 29). *Kapitel 1: OW Bunker - den hurtigste knallert på havnen*. Retrieved from Shippingwatch, Finans:
<http://shippingwatch.dk/secure/Services/article7320359.ece>
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., & Regnér, P. (2014). *Exploring strategy*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Madsen, A. C., & Hartzberg, M. (2016, Februar). *Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis*. Retrieved from PwC, Nyheder og Publikationer:
<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>
- Mauro, A. (2015, 1 7). *OW Bunker: How One of the World's Largest Marine Fuel Traders Went From IPO to Bankruptcy - Part 1, Founding to IPO*. Retrieved from Ship & Bunker:



9. Litteraturliste

<http://shipandbunker.com/news/features/industry-insight/649431-ow-bunker-how-one-of-the-worlds-largest-marine-fuel-traders-went-from-ipo-to-bankruptcy-part-1-founding-to-ipo>

OW Bunker A/S; Carnegie Investment Bank; Morgan Stanley & Co. International Plc; Nordea Markets; ABG Sundal Collier Norge ASA; White & Case LLP; Plesner; Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab. (2014). *OW Bunker A/S Børsprospekt*. København.

OW Bunker A/S; Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab. (2013). *OW Bunker A/S Annual Report*. København: OW Bunker A/S.

Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation*. New York: McGraw-Hill.

Poulsen, C. K. (2016). *Budgettering og styring*. Retrieved from PwC:

<http://www.pwc.dk/da/smv/ivaerksaetter/budgettering-og-styring.html>

Rensburg, S. v., & Jensen, T. R. (2011). *Kompendium i erhvervsøkonomi*. Frederiksberg: Aspiri A/S.

SKAT. (2013, 1 15). *Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse*. Retrieved from SKAT: <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813207>

Sørensen, O. (2012). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*. København: Gjellerup.

The World Bank. (2016). *GDP growth (annual %)* . Retrieved from The World Bank, Data: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries?display=graph>

World Fuel Services. (2013). *World Fuel Services Annual Report*. Miami: World Fuel Services.



10. Bilag

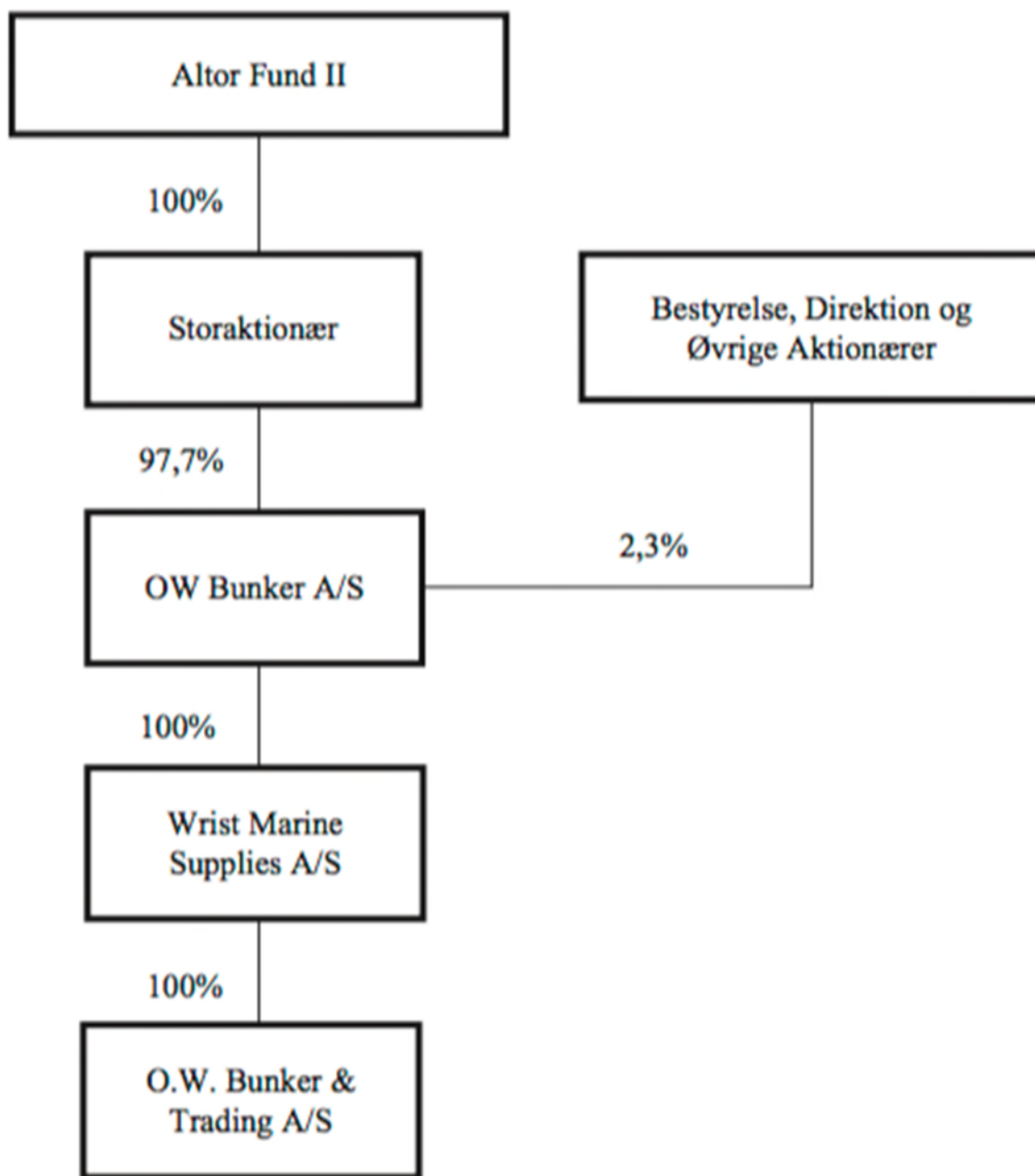
Bilagsoversigt

Bilag 1	Selskabets, sælgende aktionærs samt selskabets væsentligste datterselskabs plads i koncernen per prospekt dato
Bilag 2	Koncernoversigt for OW Bunker A/S per 31.12.2013
Bilag 3	Konsolideret egenkapitalopgørelse – Annual Report 2013
Bilag 4	Konsolideret resultat- og totalindkomstopgørelse – Annual Report 2013
Bilag 5	Konsolideret balance – Annual Report 2013
Bilag 6	Reformuleret totalindkomstopgørelse 2013
Bilag 7	Noter til reformuleret totalindkomstopgørelse 2013
Bilag 8	Reformuleret balance 2013
Bilag 9	WTI-Benchmark (2011-2014)
Bilag 10	Værdiansættelse inkl. forudsætninger
Bilag 11	Beregnet multiple for udvalgte konkurrenter



10. Bilag

Bilag 1: Selskabets, sælgende aktionærs samt selskabets væsentligste datterselskabs plads i koncernen per prospektdatoen⁹¹



⁹¹ OW Bunker børsprospekt s. 43 – ”Koncernomstrukturering”



Bilag 2: Koncernoversigt for OW Bunker A/S per 31.12.2013⁹²

	Registered office	Currency	Nominal share capital	Holding
USD '000				
NOTE 9 GROUP COMPANIES				
Investments in subsidiaries				
OW Bunker A/S				
Wrist Marine Supplies A/S	Denmark	USD	1,256	100%
O.W. Bunker & Trading A/S	Denmark	USD	1,270	100%
O.W. Supply & Trading A/S	Denmark	USD	813	100%
O.W. Supply (Switzerland) SA	Denmark	USD	155	100%
O.W. Cargo Denmark A/S	Switzerland	CHF	5,500	100%
O.W. Bunker & Trading (Chile) Ltda.	Denmark	USD	155	100%
O.W. Bunker Far East (Singapore) Pte Ltd	Chile	USD	20	100%
O.W. Bunker Australia Pty Ltd	Singapore	SGD	400	100%
Falcon Oil Ltd.	Australia	AUD	0	100%
O.W. Bunker Malta Ltd.	Malta	USD	5	100%
O.W. Riga Bunkering Ltd.	Malta	USD	5	100%
O.W. Bunker (Netherlands) B.V.	Latvia	LVL	25	67%
O.W. Bunker (Belgium) N.V.	Netherlands	EUR	18	100%
O.W. Bunkers (UK) Ltd.	Belgium	EUR	4,648	100%
O.W. Bunker Sweden AB	U.K.	GBP	0	100%
O.W. Bunker South Africa Pty. Ltd.	Sweden	SEK	300	100%
O.W. Bunker China Ltd.	South Africa	ZAR	0	100%
O.W. Bunker Klaipeda Ltd.	Hong Kong	HKD	10,000	100%
O.W. Bunker (Switzerland) SA	Lithuania	LTL	10	100%
O.W. Bunker Spain SL	Switzerland	CHF	2,000	100%
O.W. Bunker Panama S.A.	Spain	EUR	4	100%
O.W. Bunker Canary Islands S.L.	Panama	USD	0	100%
O.W. Bunker Holding A.Ş.	Canary Islands	EUR	600	100%
TBS Denizcilik ve Petrol Ürünleri Dış Ticaret A.Ş.	Turkey	TRL	5,816	100%
TS Denizcilik Tasimacilik ve Ticaret AS	Turkey	TRL	4,600	100%
O.W. Bunker (South Korea) Ltd.	Turkey	TRL	3,800	100%
O.W. Bunker Germany GmbH	South Korea	KRW	50,000	100%
O.W. Bunker Middle East DMCC	Germany	EUR	32	100%
Amirtol SA	U.A.E	AED	200	100%
O.W. Bunker & Trading do Brasil Petroleo Ltda.	Uruguay	UYU	215	100%
O.W. Bunker & Trading do Brasil Distribuidora de Petroleo Ltda.	Brazil	BRL	1,000	100%
O.W. Bunker & Trading (India) Private Ltd.	Brazil	BRL	0	100%
O.W. Bunker Holding North America Inc.	India	INR	4,500	100%
O.W. Bunker North America Inc.	USA	USD	100	100%
O.W. Bunker USA Inc.	USA	USD	100	100%
O.W. Bunker (Colombia) S.A.S.	USA	USD	350	100%
Bergen Bunkers Holding AS	Colombia	COP	94,115	100%
Bergen Bunkers A/S	Norway	NOK	2,030	100%
Bergen Bunkers Neva LLC	Norway	NOK	2,600	100%
O.W. Global Trading A/S	Russia	RUB	260	100%
O.W. Global Trading SA	Denmark	USD	185	78%
O.W. Tankers A/S	Switzerland	CHF	1,000	100%
Rederiet O.W. Scandinavia A/S	Denmark	USD	870	100%
Rederiet O.W. Baltic A/S	Denmark	USD	87	100%
Rederiet O.W. Atlantic A/S	Denmark	USD	182	100%
Rederiet O.W. Aalborg A/S	Denmark	USD	87	100%
Rederiet O.W. Copenhagen A/S	Denmark	USD	97	100%
Rederiet Oxana A/S	Denmark	USD	97	100%
Rederiet O.W. Pacific A/S	Denmark	USD	88	100%
Dynamic Oil Trading (Singapore) Pte Ltd.	Denmark	USD	90	100%
Dynamic Oil Trading Holding A/S	Singapore	SGD	1,000	100%
Dynamic Oil Trading Middle East DMCC	Denmark	USD	91	100%
	U.A.E	AED	0	100%

⁹² OW Bunker A/S Annual Report 2013

Bilag 3: Konsolideret egenkapitalopgørelse – Annual Report 2013⁹³

Egenkapitalopgørelse

Reserver

	Aktiekapital	Sikringsreserver	Reserve for valutakursregulering	Overført resultat	Egenkapital der kan henføres til ejerne af OW Bunker A/S	Minoritetsinteresser	Egenkapital i alt
USD '000	1.256	160	-	144.521	145.937	(378)	145.559
01.01.2011	-	-	-	38.455	38.455	683	39.138
Årets resultat	-	(6.720)	(3.217)	-	(9.937)	-	(9.937)
Anden totalindkomst	-	(6.720)	(3.217)	38.455	28.518	683	29.201
Årets totalindkomst i alt	-	-	-	-	-	1.411	1.411
Ændring i minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	48	48
Regulering af minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	1.459	1.459
Transaktioner med aktionærer	-	-	-	-	-	1.764	1.764
Saldo pr. 31.12.2011	1.256	(6.560)	(3.217)	182.976	174.455	1.764	176.219
01.01.2012	1.256	(6.560)	(3.217)	182.976	174.455	1.764	176.219
Årets resultat	-	-	-	44.088	44.088	(1.403)	42.685
Anden totalindkomst	-	359	(299)	-	60	-	60
Årets totalindkomst i alt	-	359	(299)	44.088	44.148	(1.403)	42.745
Ændring i minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	(715)	(715)
Regulering af minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	(8)	(8)
Transaktioner med aktionærer	-	-	-	-	-	(723)	(723)
Saldo pr. 31.12.2012	1.256	(6.201)	(3.516)	227.064	218.603	(362)	218.241
01.01.2013	1.256	(6.201)	(3.516)	227.064	218.603	(362)	218.241
Årets resultat	-	-	-	61.984	61.984	1.388	63.372
Anden totalindkomst	-	5.937	572	-	6.509	-	6.509
Årets totalindkomst i alt	-	5.937	572	61.984	68.493	1.388	69.881
Regulering af minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	(1.516)	(1.516)
Apportindskud	-	-	-	161.105	161.105	-	161.105
Tilbagekøb af aktier og tilbagebetaling af overkurs ved emission	-	-	-	(224.896)	(224.896)	-	(224.896)
Transaktioner med aktionærer	-	-	-	(63.791)	(63.791)	(1.516)	(65.307)
Saldo pr. 31.12.2013	1.256	(264)	(2.944)	225.257	223.305	(490)	222.815

⁹³ OW Bunker årsrapport s. 32

Bilag 4: Konsolideret resultat- og totalindkomstopgørelse – Annual Report 2013⁹⁴

Resultatopgørelse

Note	USD '000	2013	2012	2011
2, 3	Nettoomsætning	16.986.802	14.123.387	11.750.147
4	Vareforbrug	(16.667.232)	(13.884.939)	(11.512.926)
5	Driftsomkostninger	(100.786)	(82.560)	(92.512)
	Bruttoresultat	218.784	155.888	144.709
6	Andre eksterne omkostninger	(34.570)	(30.168)	(32.930)
7	Personaleomkostninger	(71.563)	(50.077)	(39.388)
8	Af- og nedskrivninger	(7.638)	(6.291)	(6.227)
9	Særlige poster	(3.008)	(4.770)	-
	Resultat af primær drift (EBIT)	102.005	64.582	66.164
10	Finansielle indtægter	13.072	6.661	5.283
11	Finansielle omkostninger	(31.609)	(20.937)	(18.886)
	Resultat før skat (EBT)	83.468	50.306	52.561
12	Selskabsskat	(20.096)	(7.621)	(13.423)
	Årets resultat	63.372	42.685	39.138
	Minoritetsinteresser	1.388	(1.403)	683
	Årets resultat til ejerne af OW Bunker A/S	61.984	44.088	38.455

Totalindkomstopgørelse

Note	USD '000	2013	2012	2011
	Årets resultat	63.372	42.685	39.138
	Anden totalindkomst			
	<i>Poster der efterfølgende vil blive omklassificeret til resultatopgørelsen:</i>			
	Valutakursreguleringer, udenlandske virksomheder	572	(299)	(3.217)
	Sikring af pengestrømme:			
	Dagsværdiregulering af sikring af pengestrømme	7.407	(3.233)	(12.546)
11	Omklassifikation af beløb, der er indregnet i resultatopgørelsen	510	3.711	3.586
	Skat vedrørende poster, der vil blive omklassificeret til resultatopgørelsen	(1.980)	(119)	2.240
	Anden totalindkomst for året	6.509	60	(9.937)
	Årets totalindkomst i alt	69.881	42.745	29.201
	Minoritetsinteresser	1.388	(1.403)	683
	Årets resultat til ejerne af OW Bunker A/S	68.493	44.148	28.518

⁹⁴ OW Bunker årsrapport s. 28-29

Bilag 5: Konsolideret balance – Annual Report 2013⁹⁵

Aktiver

Note	USD '000	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
14	Immaterielle aktiver	69.777	70.845	63.659
15	Materielle anlægsaktiver	74.424	48.218	79.276
12	Udskudt skatteaktiv	2.406	6.881	5.198
	Andre tilgodehavender	516	861	507
	Langfristede aktiver i alt	147.123	126.805	148.640
16	Varebeholdninger	201.776	163.617	137.652
17	Tilgodehavender fra salg af varer og tjenesteydelser	1.354.105	1.166.793	1.105.927
28	Tilgodehavender hos nærtstående parter	-	28.078	48.598
	Aktuel skat	2.475	2.926	8.602
22.2	Afledte finansielle instrumenter	9.649	2.732	17.126
	Andre tilgodehavender	27.215	13.090	5.359
	Periodeafgrænsningsposter	8.443	9.274	9.679
	Likvider	13.792	16.128	14.350
	Omsætningsaktiver i alt	1.617.455	1.402.638	1.347.293
	Aktiver i alt	1.764.578	1.529.443	1.495.933

Passiver

Note	USD '000	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
18	Aktiekapital	1.256	1.256	1.256
	Reserver	(3.208)	(9.717)	(9.777)
	Overført resultat	225.257	227.064	182.976
	Aktionærer i OW Bunker A/S	223.305	218.603	174.455
	Minoritetsinteresser	(490)	(362)	1.764
	Egenkapital i alt	222.815	218.241	176.219
19	Lån	29.251	309.624	380.875
12	Udskudte skatteforpligtelser	4.785	2.141	4.017
20	Hensatte forpligtelser	668	575	330
21	Anden gæld	2.846	21.489	17.840
	Langfristede gældsforpligtelser i alt	37.550	333.829	403.062
19	Lån	468.704	103.629	76.154
	Gæld til nærtstående parter	567	-	46
20	Hensatte forpligtelser	206	146	69
22.2	Afledte finansielle instrumenter	11.890	13.778	26.157
	Leverandørgæld	947.542	822.584	781.174
	Aktuel skat	18.284	17.996	18.282
21	Anden gæld	57.020	19.240	14.770
	Kortfristede gældsforpligtelser i alt	1.504.213	977.373	916.652
	Gældsforpligtelser i alt	1.541.763	1.311.202	1.319.714
	Passiver i alt	1.764.578	1.529.443	1.495.933

⁹⁵ OW Bunker årsrapport s. 30-31

Bilag 6: Reformuleret totalindkomstopgørelse 2013⁹⁶

Reformuleret totalindkomst

USD '000	2013	2012	2011
Nettoomsætning	16.986.802	14.123.387	11.750.147
A Vareforbrug	(16.720.914)	(13.888.852)	(11.542.185)
Driftsomkostninger	(100.786)	(82.560)	(92.512)
Bruttoresultat	165.102	151.975	115.450
Andre eksterne omkostninger	(34.570)	(30.168)	(32.930)
Personaleomkostninger	(71.563)	(50.077)	(39.388)
EBITDA	58.969	71.730	43.132
B Afskrivninger og amortiseringer	(7.755)	(5.918)	(5.449)
Core driftsoverskud før skat (EBIT)	51.214	65.812	37.683
F Skat på EBIT	█ (12.033)	█ (11.498)	█ (9.704)
Core driftsoverskud efter skat (NOPAT)	39.182	54.315	27.980
Permanente driftsoverskud, efter skat	39.182	54.315	27.980
C Usædvanlige driftsposter	38.665	(1.222)	18.144
Samlet driftsoverskud, efter skat	77.847	53.093	46.123
D Core netto finansielle poster, efter skat	(11.642)	(9.647)	(8.777)
E Usædvanlige finansielle poster, efter skat	3.677	(702)	(8.145)
Samlede netto finansielle poster efter skat	(7.966)	(10.348)	(16.922)
Totalindkomst før minoriteter	69.881	42.745	29.201
Minoritetsinteressers resultatandel	1.388	(1.403)	683
Totalindkomst til ordinære aktionærer	68.493	44.148	28.518

⁹⁶ Egen tilvirkning

10. Bilag

Bilag 7: Noter til reformuleret totalindkomstopgørelse 2013⁹⁷

Noter

	2013	2012	2011
A - Vareforbrug (note 4 og 22.2)			
Vareforbrug	(16.667.232)	(13.884.939)	(11.512.926)
Heraf nettogevinster fra afledte finansielle instrumenter	(53.682)	3.913	29.259
Core vareforbrug	<u>(16.720.914)</u>	<u>(13.888.852)</u>	<u>(11.542.185)</u>
B - Afskrivninger og amortiseringer (note 8)			
Amortiseringer på immaterielle anlæg	(1.313)	(1.216)	(1.115)
Afskrivninger på materielle anlæg	(6.442)	(4.702)	(4.334)
Afskrivninger og amortiseringer	<u>(7.755)</u>	<u>(5.918)</u>	<u>(5.449)</u>
C - Usædvanlige driftsposter (note 8, 9, 22.2)			
Gevinst/tab ved afhændelse af aktiver	117	(373)	(778)
Annullering af to nye skibe	1.800	(4.770)	-
Omkostninger vedrørende strategiske alternativer	(4.808)	-	-
Nettogevinster fra afledte finansielle instrumenter	53.682	3.913	29.259
Skat på usædvanlige poster - 25%	(12.698)	308	(7.120)
Valutakursreguleringer, udenlandske virksomheder, efter skat	572	(299)	(3.217)
Usædvanlige driftsposter, efter skat	<u>38.665</u>	<u>(1.222)</u>	<u>18.144</u>
D - Core netto finansielle poster (note 10 og 11)			
Renteindtægter	12.076	3.586	2.784
Renteomkostninger	(21.558)	(14.402)	(12.725)
Andre finansielle omkostninger	(7.037)	(3.698)	(3.971)
Renteindtægter fra nærtstående parter	996	1.652	2.209
Skat på core netto finansielle poster - 25%	3.881	3.216	2.926
Core netto finansielle poster, efter skat	<u>(11.642)</u>	<u>(9.647)</u>	<u>(8.777)</u>
E - Usædvanlige finansielle poster (note 10 og 11)			
Valutakursgevinster, netto	-	1.423	290
Låneomkostninger aktiveret på skibe under opførsel	-	874	1.396
Sikring af pengestrømme omklassificeret til finansielle omkostninger	(510)	(3.711)	(3.586)
Valutakurstab, netto	(2.504)	-	-
Skat på usædvanlige finansielle poster - 25%	754	354	475
Dagsværdiregulering af sikring af pengestrømme, efter skat	5.937	359	(6.720)
Usædvanlige finansielle poster, efter skat	<u>3.677</u>	<u>(702)</u>	<u>(8.145)</u>
F - Skatteallokering			
Skat af årets resultat	20.096	7.621	13.423
Skattefordel på core netto finansielle poster	3.881	3.216	2.926
Skat på usædvanlige finansielle poster	754	354	475
Samlet skat på driftsoverskud	<u>24.730</u>	<u>11.190</u>	<u>16.824</u>
Skat allokeret til usædvanlige driftsposter	(12.698)	308	(7.120)
Skat på core driftsoverskud fra salg (EBIT)	<u>12.033</u>	<u>11.498</u>	<u>9.704</u>

⁹⁷ Egen tilvirkning



Bilag 8: Reformuleret balance 2013⁹⁸

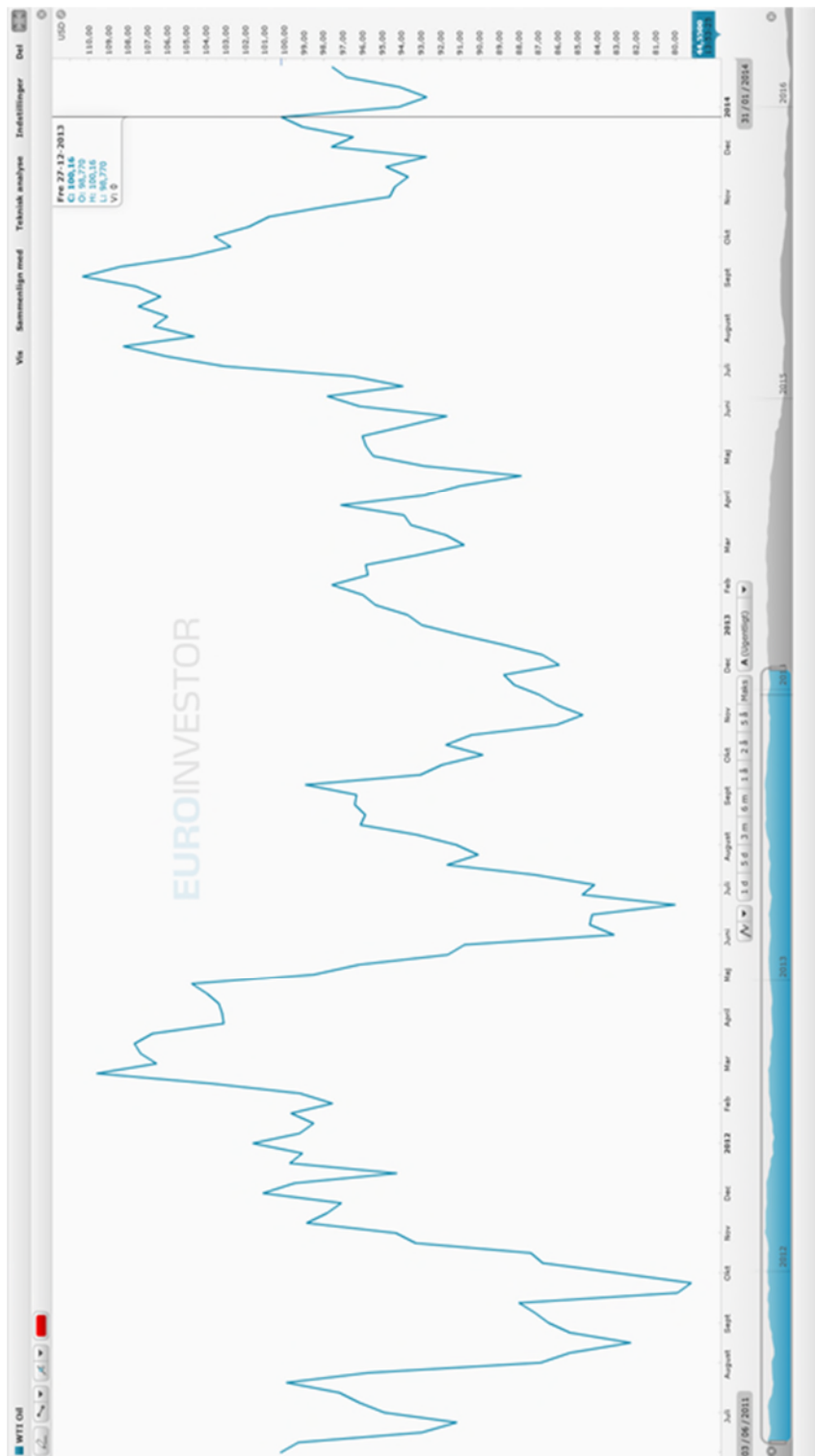
Reformuleret balance

Note	USD '000	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
	Goodwill	65.179	65.268	60.778
	Software	549	1.788	2.881
	Andre immaterielle aktiver	4.049	3.789	-
14	Immaterielle langfristede driftsaktiver	69.777	70.845	63.659
	Driftsaktiver og -materiel	8.997	6.029	5.301
	Skibe	65.427	42.189	41.996
	Skibe under opførsel	-	-	31.979
15	Materielle langfristede driftsaktiver	74.424	48.218	79.276
12	Udskudt skat	(2.379)	4.740	1.181
	Andre tilgodehavender	516	861	507
20	Hensatte forpligtelser	(668)	(575)	(330)
21	Anden gæld	(2.846)	(21.489)	(17.840)
	Andre langfristede aktiver, netto	(5.377)	(16.463)	(16.482)
	Anlægs kapital	138.824	102.600	126.453
16	Varebeholdninger	201.776	163.617	137.652
17	Tilgodehavender fra salg af varer og tjenesteydelser	1.354.105	1.166.793	1.105.927
28	Tilgodehavender hos nærtstående parter	-	28.078	48.598
	Aktuel skat	2.475	2.926	8.602
22.2	Afledte finansielle instrumenter	9.649	2.732	17.126
	Andre tilgodehavender	27.215	13.090	5.359
	Periodeafgrænsningsposter	8.443	9.274	9.679
	Kortfristede driftsaktiver	1.603.663	1.386.510	1.332.943
	Gæld til nærtstående parter	567	-	46
20	Hensatte forpligtelser	206	146	69
22.2	Afledte finansielle instrumenter	11.890	13.778	26.157
	Leverandørgæld	947.542	822.584	781.174
	Aktuel skat	18.284	17.996	18.282
21	Anden gæld	57.020	19.240	14.770
	Kortfristede driftsforpligtelser	1.035.509	873.744	840.498
	Arbejdskapital	568.154	512.766	492.445
	Netto driftsaktiver	706.978	615.366	618.898
19	Lån	497.955	413.253	457.029
	Likvider	(13.792)	(16.128)	(14.350)
	Netto finansielle forpligtelser	484.163	397.125	442.679
18	Minoritetsinteresser	(490)	(362)	1.764
18	Ordinær egenkapital	223.305	218.603	174.455

⁹⁸ Egen tilvirkning

10. Bilag

Bilag 9: WTI-Benchmark (2011-2014)⁹⁹



⁹⁹ www.euroinvestor.dk



Bilag 10: Værdiansættelse inkl. forudsætninger¹⁰⁰

	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Nettoomsætning	16.986.802	19.517.835	21.824.844	23.732.335	25.075.585	25.722.535	26.386.177
Driftsoverskud fra salg		48.795	54.562	59.331	62.689	64.306	65.965
Andet driftsoverskud		-	-	-	-	-	-
Samlet driftsoverskud (OI)		48.795	54.562	59.331	62.689	64.306	65.965
Nettodriftsaktiver, NOA	706.978	849.482	923.726	976.009	1.001.190	1.027.021	1.053.518
Afkast på nettodriftsaktiver, RNOA		6,9%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Residualdriftsoverskud, ReOI		8.979	6.721	7.308	7.722	7.921	8.126
Vækst i ReOI			-25,15%	8,74%	5,66%	2,58%	2,58%
Diskonteringsfaktor, 5,63 %		1,056	1,116	1,179	1,245	1,315	
Nutidsværdi af ReOI t.o.m. 2018, PV_{ReOI}		8.500	6.023	6.201	6.202	6.023	
Sum af PV_{ReOI} t.o.m. 2018	32.949						
Terminalværdi						266.252	
Nutidsværdi af terminalværdi: $PV_{Terminal}$	202.451						
Beregnet virksomhedsværdi V_{NOA}	942.378						
Markedsværdi af gæld V_{NFO}	484.163						
Egenkapitalværdi V_{EK}	458.215						
Aktieværdi i USD med 34.462.385 udstående aktier	13,30						
Variabel	Sats						
Risikofri rente, r_f	2,68%						
Beta, β	1,38						
markedsrisikopræmie (MRP)	5,30%						
før skat gældsomkostninger	2,60%						
Skattesats	25,00%						
Markedsværdien af selskabets egenkapital, E	408.648						
Markedsværdien af selskabets gæld, D	484.163						
Egenkapitalandel, $E/(E+D)$	45,77%						
Ejernes afkastkrav, R_e	9,99%						
Gældens afkastkrav, R_d	1,95%						
Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC	5,63%						

¹⁰⁰ Egen tilvirkning

10. Bilag

Bilag 11: Beregnet multiple for udvalgte konkurrenter¹⁰¹

Selskab	Nettoomsætning	Overskud før ekstra ordinære poster	Bogført værdi af egenkapital	Markedsværdi	P/S	P/E	P/B
World Fuel Services	41.561.947.000	246.665.000	1.678.894.000	3.074.027.840	0,07	12,46	1,83
Brightoil	55.448.813.000	13.468.000	6.897.025.000	18.672.641.307	0,34	1.386,45	2,71
Aegean Marine Petroleum	6.334.729.000	26.052.000	543.746.000	512.386.534	0,08	19,67	0,94

¹⁰¹ Egen tilvirkning

