

Værdiansættelse af D/S Norden



Copenhagen Business School

Institut for Finansiering, HD F

Vejleder Lennart Jønsson

Udarbejdet af Yavuz Kizilkaya

Indholdsfortegnelse

1	Indledning.....	4
1.1	Problemformulering	4
1.1.1	Arbejdsspørgsmål.....	5
1.2	Afgrænsning	5
1.3	Metode	7
1.4	Kildekritik	11
2	Præsentation af D/S Norden	12
2.1	Historie	12
2.2	Strategi	13
2.3	Flåden	13
2.4	Organisation	15
2.5	Ledelse	16
2.6	Ejerforhold	16
2.7	Norient Product Pool.....	17
3	Strategisk analyse	18
3.1	Shippingbranchen.....	19
3.1.1	Tørlastmarkedet.....	20
3.1.2	Tankmarkedet.....	29
3.1.3	Delkonklusion shippingbranchen (tørlast- og tankmarkedet).....	35
3.2	PESTEL analyse.....	36
3.2.1	Politik og lovgivning	36
3.2.2	Økonomi	38
3.2.3	Sociale og kulturelle forhold	40
3.2.4	Teknologi og miljø.....	41
3.2.5	Delkonklusion PESTEL.....	42
3.3	Porter Five Forces	43
3.3.1	Kapitalberedskab og finansiering (Adgangsbarrierer)	43
3.3.2	Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	44
3.3.3	Kundernes forhandlingsstyrke.....	48
3.3.4	Konkurrence fra substituerende produkter	48
3.3.5	Konkurrenceintensiteten	49
3.3.6	Delkonklusion Porter Five Forces	49
3.4	D/S Norden styrker	51

3.4.1	Finansiell styrke.....	51
3.4.2	Flåden og afdækning af skibsdage	52
3.4.3	Delkonklusion D/S Nordens styrker.....	55
3.5	SWOT-analyse	56
4	Regnskabsanalyse.....	57
4.1	Regnskabspraksis	57
4.2	Reformulering	58
4.2.1	Egenkapitalopgørelse	58
4.2.2	Balancen.....	59
4.2.3	Resultatopgørelse.....	61
4.3	Rentabilitetsanalyse.....	63
4.3.1	Egenkapitalforrentning – ROE	64
4.3.2	Driftsaktiviteten	65
4.3.3	Finansieringsaktiviteten	68
4.4	Delkonklusion Regnskabsanalyse.....	69
5	Budgettering	71
5.1	Salgsvækst.....	71
5.2	Overskudsgrad fra salg.....	74
5.3	Effektiv skattesats.....	75
5.4	Udvikling i nettodriftsaktiver	75
5.5	Delkonklusion Budgettering	77
6	Afkastkrav	78
6.1	Kapitalstruktur.....	78
6.2	Afkastkrav på netto finansielle aktiver	79
6.3	Afkastkrav på egenkapitalen	79
6.3.1	Risikofri rente (r_f).....	80
6.3.2	Beta (β).....	80
6.3.3	Markedets risikopræmie ($E(r_m) - r_f$)	81
6.4	WACC for D/S Norden.....	82
7	Værdiansættelse.....	83
7.1	DCF	83
7.2	Følsomhedsanalyse.....	85
7.3	Multipelanalyse	86
7.4	Delkonklusion	87

8	Konklusion	89
9	Fagudtryk og forkortelser	92
10	Litteraturoversigt	95
11	Figuroversigt.....	98
12	Bilagsoversigt.....	100

1 Indledning

Markedet for transport af tørlast, og generelt shippingbranchen som helhed, er kendetegnet ved at være en konjunkturfølsom branche. Den stigende globalisering har kommet shippingbranchen til gode, men den senere års globale økonomiske krise har ramt branchen hårdt. Lavkonjunktoren har gjort at efterspørgslen efter råvarer er faldet, og dermed fragtning af råvarer. Rederierne kæmper i dag mod faldende fragtrater samt overkapacitet af tonnage. Dermed er indtjeningsgrundlaget for mange rederier i fare.

Rederierne og branchen har i perioden under højkonjunktoren været præget af en hvis optimisme, båret frem af en stadig stigende verdenshandel. Råvarer fra hele verdenen er blevet fragtet over havene for at følge med den stigende efterspørgsel. For at drive de store industrimaskiner er olie, kul, stål og andre råvarer transporteret på tværs af havene ved hjælp af rederierne.

Øget efterspørgsel for fragt af varer medførte højere priser for transporten. For at drage mest muligt nytte af markedsvilkårene, blev et nybygningsprogram sat i værk af rederierne, hvilket bevirkede at rigtig mange skibe vil blive leveret de kommende år. I kølvandet på den globale økonomiske krise faldt behovet for fragt og priserne aftog for transporten. Pludselig oplevede rederierne at deres skibe ikke var så efterspurgt som før, og nu befinder branchen sig i en historisk krise. Der kommer til stadig flere nybyggede skibe på markedet, og fragtraterne er da også faldet kraftigt.

I denne branche befinder den danske rederivirksomhed Dampskibsselskabet Nordens¹ sig. Der er mange spørgsmålstegn til året 2012. Vil Kina fortsætte deres import af tørlast, som er den drivende faktor for handel med tørlast. Hvad med udbudssiden. Vil der stadig være en overkapacitet af skibe, som vil lægge et ekstra pres på fragtraterne. Det er nogle af de største usikkerhedselementer for tørlastmarkedets udvikling i fremtiden.

På baggrund af dette vil det være interessant at foretage en værdiansættelse af D/S Nordens og derved prisfastsætte aktien. Herved kan der sammenlignes med aktiens nuværende værdi og derved vise om aktien er over- eller undervurderet på markedet.

1.1 Problemformulering

Det leder hen til opgavens problemformulering:

Hvilken kurs bør et stk. D/S Norden aktie handles til, og er den over- eller undervurderet i forhold til markedsværdien af aktien den 2. maj 2012?

¹ Dampskibsselskabet Norden betegnes fremover D/S Norden.

1.1.1 Arbejdsspørgsmål

For at svare fyldestgørende på opgavens problemformulering opstilles følgende arbejdsspørgsmål:

1. *Hvilke udfordringer og muligheder er der for rederierne på tørlast- og produkttankmarkedet², og hvilke styrker og svagheder har D/S Norden i denne branche?*
2. *Hvilke regnskabsmæssige korrektioner bør man foretage, når man analyserer D/S Nordens finansielle opgørelser?*
3. *Hvordan har D/S Nordens historiske rentabilitet udviklet sig?*
4. *Hvad er WACC for D/S Norden?*
5. *Hvorledes forventes den fremtidige udvikling i værdidrivere at være for D/S Norden?*
6. *Hvad er den teoretiske værdi af D/S Norden?*

1.2 Afgrænsning

På grund af opgavens omfang er det nødvendigt at foretage visse afgrænsninger i forhold til opgavens problemformulering. Nedenfor gennemgås de områder opgaven ikke vil berøre.

Skæringsdatoen for ny informationsindsamling bliver d. 2. maj 2012 jf. ovenstående problemformulering.

De anvendte modeller og metoder, er som udgangspunkt ikke beskrevet dybere da det vurderes at læseren er bekendt med disse.

Regnskabsanalysen er baseret fra perioden 2005 til 2011. Analyseperiodens længde afhænger af selskabets branche. Et selskab i en konjunkturfølsom branche bør have en længere analyseperiode, idet det er vigtigt at både op- og nedgangsperioder inddrages i analysen. Perioden vurderes passende for at danne et tilfredsstillende beslutningsgrundlag til at vurdere de økonomiske og historiske trends for D/S Norden.

D/S Norden benytter sig af operationel leasing. Dette behandles ikke idet oplysningerne i D/S Nordens årsrapporter vedrørende charterhyrerne ikke fyldestgørende. Fra 2005 til 2008 oplyser D/S Norden deres charterhyre under og over 1 år. Hvis operationel leasing skal kapitaliseres, er det vurderingen, at indbefragtede skibe under 1 år ikke skal kapitaliseres, idet det virker urealistisk, at et rederi køber skibe for kun at bruge dem en kort periode, for så at sælge skibene igen. Fra regnskabsåret 2009 til 2011 oplyser D/S Norden kun deres samlede charterhyre for skibe, hvorfor en kapitalisering af operationel leasing bliver vanskelig. Ved hjælp af de historiske regnskaber kunne der estimeres at en hvis procentdel af den samlede charterhyre var over 1 år, som så kunne kapitaliseres. Det kræver dog, at andelen af charterhyre over 1 år skal være nogenlunde stabil ud

² Produkttank og tank vil være synonyme i opgaven

fra den samlede andel. Dette har langtfra været tilfældet, hvorfor det vurderes at denne antagelse ikke vil være retvisende.

Ligeledes ved ikke at kapitalisere fører dette til en undervurdering af den investerede kapital, hvorfor produktiviteten synes høj. Derudover vil en aktivering af leasingydelserne betyde, at D/S Norden vil have netto finansielle forpligtelser i stedet for netto finansielle aktiver. Derfor vil regnskabsanalysen blive påvirket af dette. Analyse af driftsaktiviteten vil derfor i højere grad fokusere på udviklingen over regnskabsperioden frem for niveauet.

Dette burde ikke have betydning for selve værdiansættelsen, idet en kapitalisering af leasingydelserne vil betyde et stigende cash flow. Det opvejes dog af stigende rentebærende fordringer, hvilket betyder at værdien af D/S Norden vil være uændret. WACC vil givetvis blive påvirket. For at tage højde for dette i værdiansættelse er der foretaget en følsomhedsanalyse af WACC. En præcis estimering af WACC vil betyde, at der skal udarbejdes en særskilt reformulering af regnskaberne, ny beregning af WACC samt ny værdiansættelse. Dette er afgrænset i opgaven, da opgaven vurderes for stor.

En stor del af flåden til DS Norden består af indbefragtede skibe. Nogle af skibene har rederiet også købs- og forlængelsesoptioner på, hvilket indebærer en fremtidig værdi af optionerne om D/S Norden benytter sin ret. Der er en lang række variable faktorer, der er med til at påvirke værdierne/priserne af disse optioner. Det er vurderet at denne opgave kan fylde en opgave i sig selv, hvorfor det er afgrænset i denne opgave.

Der vil ligeledes ikke blive foretaget en reformulering af konkurrenters regnskaber samt en værdiansættelse af disse. Opgaven vil svare til flere særskilte opgaver.

Det samme gælder D/S Nordens pool samarbejder. Indtægterne fra deres pool samarbejder, indgår dog i værdiansættelsen, da de er konsolideret i det historiske resultat. Ligeledes da minoritetsinteresserne udgør en forsvindende lille andel, bliver de ikke selvstændigt værdiansat i opgaven, da disse ikke har en afgørende indflydelse på værdien af D/S Norden.

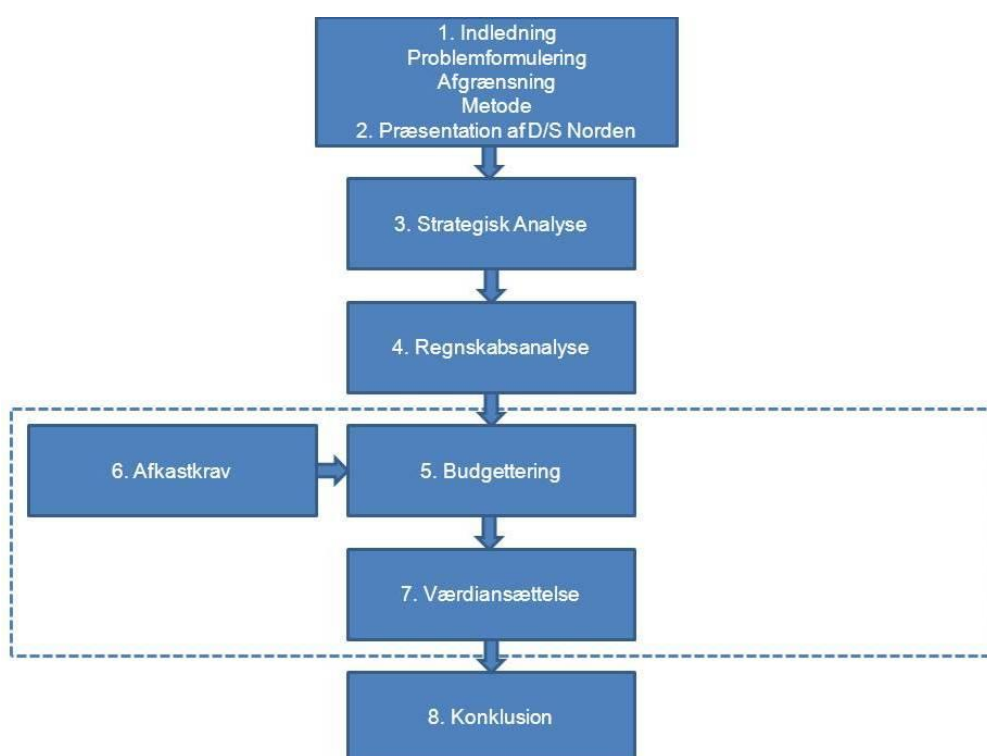
Derudover er det vurderet, at de nuværende og fremtidige optionsprogrammer til medarbejderne, ikke udvander eller på anden måde influerer på værdien af den fundne aktiekurs på anden måde, end som almindelig aflønning i resultatopgørelsen, hvorfor det undlades at behandle emnet nærmere.

Slutteligt afgrænses der fra, at forklare begreber og udtryk fra shippingbranchen undervejs i opgaven. Der henvises i stedet til *afsnit 9 Fagudtryk og forkortelser* for en uddybende begrebsredegørelse.

1.3 Metode

I dette afsnit vil opgavens struktur blive præsenteret. Opgaven er opdelt i fire afsnit. *Afsnit 1 og 2* er den beskrivende del, hvor problemformulering, afgrænsning, metode samt virksomhedsbeskrivelse præsenteres. *Afsnit 3 og 4* er den analyserende del, hvor teori og empiri holdes op mod hinanden. *Afsnit 5* bruger finansielle og de ikke finansielle værdidrivere fundet i *afsnit 3 og 4* i budgetteringen af D/S Nordens regnskaber. *Afsnit 6* udregner afkastkravet til brug for den endelige værdiansættelse i *afsnit 7*. Der afsluttes med konklusion som præsenteres i *afsnit 8*. Nedenstående figur illustrerer opgavens struktur.

Figur 1: Opgavens struktur



Kilde: Egen tilvirkning

Afsnit 2: Præsentation af D/S Norden

Afsnittet vil præsentere D/S Norden for at give læseren et indblik i virksomheden. D/S Nordens hjemmeside samt årsrapport for 2011 er brugt, da disse dækker behovet i forhold til opgaven. Der er ikke en delkonklusion i afsnittet, da dette er et beskrivende afsnit, som ikke har afgørende indflydelse på opgavens problemformulering.

Afsnit 3: Strategisk analyse

Afsnittet vil analysere de ikke finansielle værdidrivere til brug for budgettering af D/S Norden.

Analysen vil starte med en særskilt analyse af shippingbranchen, hvor der analyseres grundigere i de to markeder D/S Norden opererer på nemlig tørlast og tank. Analysen vil forsøge at afdække det nuværende og fremtidige miljø på de to markeder. Dette vil ske ved en analyse af udbuds- og efterspørgselssiden på både tørlast- og tankmarkedet. Analysen kan derefter danne grundlag for den mulige fremtidige udvikling på fragtraterne. Idet langt hovedparten af D/S Nordens omsætning kommer fra tørlastsegmentet, vil analysen af tørlastmarkedet være dybere, da dette marked vil have en større indflydelse på D/S Norden³. Til brug for dette, er rapporterne *Shipping Market Review* udarbejdet af Danmarks Skibskredit, *Dry Bulk Trade Outlook* udarbejdet af Clarkson Securities, *Skibsfarten i tal* udarbejdet af Danmarks Rederiforening, *Dry Bulk Update* udarbejdet af Pareto Shipping samt *The Platou Report 2012* udarbejdet af RS Platou blevet brugt. Netop disse rapporter vil blive brugt, da disse er udarbejdet af virksomheder, som har deres virke i branchen. Ligeledes er de fleste af disse rapporter, nogen af de mest respekterede inden for industrien. Derudover er rapporterne meget relevante for problemformuleringen, idet de i høj grad beskriver de nuværende og fremtidige markedsforhold, som derefter vil bruges til den endelige budgettering og værdiansættelse.

Rapporten og informationerne fra Danmarks Rederiforening, som er en brancheorganisation, kan vurderes at have subjektive holdninger. Det er dog alligevel vurderet relevant at inddrage dette, da det fint supplerer de øvrige rapporter.

I de næste to efterfølgende afsnit vil der blive analyseret på samfunds niveau og industriniveau ved hjælp af PESTEL og Porters Five Forces analysen. Disse er valgt da de fokuserer på makroøkonomiske og industrielle forhold, og er valgt da de er gode værktøjer til at analysere de eksterne forhold som D/S Norden opererer inden for. Til brug for dette er nogle af de ovennævnte rapporter blevet brugt igen, da indholdet i disse rapporter vurderes relevant i forhold til analysen. Derudover er der brugt *Økonomisk Perspektiv* udarbejdet af Nordea, *Weekly Shipping Memo* udarbejdet af Nordea, *World Economic Outlook* udarbejdet af IMF, *General Assessment of the macroeconomic situation* udarbejdet af OECD samt *World Population Prospects* udarbejdet af United Nations Department of Economic and Social Affairs. Disse rapporter bruges fordi de giver et godt indblik i de nuværende makroøkonomiske og industrielle forhold, som har relevans for de ikke finansielle værdidrivere for D/S Norden. Disse rapporter er ligeledes skrevet af respektive kilder i branchen og anses derfor for at være troværdige.

Det sidste afsnit er en analyse af D/S Nordens forretningsmæssige styrker. Formålet er at vise virksomhedens stærke sider i forhold til dens nærmeste konkurrenter. Til dette er D/S Nordens

³ I 2011 var 85 % af omsætningen i tørlastsegmentet.

årsrapport 2011, delårsrapport for 3. kvartal 2011 samt *Weekly Shipping Memo* udarbejdet af Nordea brugt, idet nogle af informationerne herfra understøtter de stærke sider hos D/S Norden.

Af anden empiri, udover ovennævnte rapporter vil relevante artikler samt informationer fra hjemmesider med indblik i emnet blive inddraget. Dette er gjort for at give argumenterne i de enkelte analyser større troværdighed.

Afsnit 4: Regnskabsanalyse

Analysen vil indledningsvis omfatte en beskrivelse af D/S Nordens regnskabspraksis. Samtidigt vil der blive foretaget nogle korrektioner for at kunne reformulere regnskabet for selskabet. Disse vil blive gennemgået.

Regnskabsanalysen omfatter en reformulering af sidste syv års årsregnskaber for D/S Norden. Herefter vil der blive foretaget en nøgletalsanalyse af drifts- og finansieringsaktiviteten i denne periode ud fra den udvidede DuPont model. Til reformulering er D/S Nordens årsrapporter fra 2004-2011 blevet brugt. Den udvide Dupont Model er brugt som analyseværktøj, da den opdeler analysen i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet som tilsammen beskriver udviklingen i egenkapitalens forrentning. På den måde bliver det synliggjort, hvad det er, der påvirker egenkapitalens forrentning.

Da Norden er indbefattet af tonnageskattelovgivningen, betyder det, at de ikke skal betale de den normale selskabsskat på 25 %, men derimod kan nøjes med en langt mindre procentdel. Tonnageskat afregnes efter, hvor meget tonnage man kontrollerer, og der ses dermed bort fra om virksomheden tjener penge eller ej. Da D/S Norden ikke oplyser de eksakte skatteprocenter i regnskaberne, er den effektive skatteprocent estimeret på baggrund af de historiske regnskaber.

Tonnageskatteloven betyder blandt andet også af D/S Norden ikke kan foretage fradrag for udgifter der vedrører den tonnagebeskattede indkomst. Dette betyder, at D/S Norden ikke kan fratrække renteudgifter i skat, hvorfor D/S Norden ikke har en skattefordel.

Afsnit 5: Budgettering

Afsnit 5 bruger de *ikke* finansielle og finansielle værdidrivere fundet i *afsnit 3 og 4* i budgetteringen af D/S Nordens regnskaber. Derudover inddrages D/S Nordens årsrapport for 2011, D/S Nordens forventninger til 2012, information om D/S Nordens flåde fra deres hjemmeside samt graf over den forventede udvikling i fragtraterne på tørlastmarkedet fra Nordea. Disse er inddraget, da de er med til at understøtte argumenterne for de valgte budgetter.

Budgetperioden er på 5 år med en efterfølgende terminalperiode. Den valgte budgetperiode er valgt, idet shippingbranchen er meget konjunkturfølsom, hvorfor det vurderes vanskeligt, at give et retvisende billede af budgetteringen ved en længere budgetperiode. Budgetperioden for D/S Norden vil i større grad tage udgangspunkt i tørlastsegmentet, idet dette marked er D/S Nordens hovedmarked.

Salgsvæksten for tørlast og tank budgetteres separat, idet den strategiske analyse viste forskellige udsigter på de to markeder. Overskudsgraden fra salg budgetteres samlet, idet det antages, at omkostningerne for de to typer segmenter ikke adskiller sig nævneværdigt. Ligeledes vil dette kræve et indgående kendskab til de enkelte posters udvikling.

Udviklingen i nettodriftsaktiver budgetteres ligeledes samlet på grund af de samme årsager som overskudsgraden fra salg samt manglende opdeling af aktiver og passiver i de to segmenter i de officielle regnskaber.

Afsnit 6: Afkastkrav

Afkastkravet for D/S Nordens egenkapital og gæld udregnes. På den baggrund estimeres også D/S Nordens samlede kapitalomkostninger, som sker ud fra WACC-formlen.

For at udregne dette, inddrages informationer fra Nasdaq OMX Nordic' hjemmeside, informationer fra Bloombergs datacentral og hjemmeside samt informationer fra Nationalbankens hjemmeside. Informationer fra de forskellige hjemmesider og Bloombergs datacentral er brugt, da informationerne fra disse til dagligt bruges af de finansielle markeder og derfor vurderes som pålidelige kilder.

Afsnit 7: Værdiansættelse

Værdiansættelsen sker ud fra DCF-modellen på baggrund af budgetteringen i *afsnit 5* og det estimerede afkastkrav for D/S Norden fra *afsnit 6*.

DCF-modellen er i dag en af de mest udbredte kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller i praksis. Dette skyldes blandt andet, at modellen er uafhængig af anvendt regnskabspraksis. Derfor er Discounted Cash Flow-modellen valgt som model til værdiansættelsen af D/S Norden.⁴

Desuden foretages en følsomhedsanalyse, for bedre at kunne vurdere de budgetterede variablers udvikling på D/S Nordens værdi, ved ændringer i positive eller negative retninger. Ydermere vil der blive foretaget en sammenligning af D/S Nordens med konkurrenterne via multiplum EV/EBITDA, for

⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 41-43 og Financial Statement Analysis side 216-217.

at vurdere D/S Norden attraktivitet som investering i forhold til konkurrenterne. Her bruges data fra Bloombergs system, idet den giver udregninger/estimer baseret på historiske, nuværende samt fremtidige estimer. Da multipelanalysen er et supplement til DCF modellen, vurderes denne fremgangsmåde fyldestgørende. Det ville kræve en særskilt analyse af konkurrenter for at kunne fremanalysere disse fremtidige estimer. Som nævnt i afgrænsningen er dette ikke en del af opgaven.

Afsnit 8: Konklusion

Opgaven afsluttes med en konklusion, som svarer på opgavens problemformulering. Dette vil ske som en opsamling af de enkelte delkonklusioner i *afsnit 3, 4, 5 og 7*.

1.4 Kildekritik

I størst mulig omfang er det forsøgt at anvende kilder fra større organisationer og virksomheder. Det antages, at deres publikationer er valide, gennemarbejdede og lever op til akademisk standard i kraft af deres position i den finansielle verden.

I størst muligt omfang er det forsøgt at bruge objektive kilder så vidt muligt, men dette har ikke altid kunnet lade sig gøre. Oplysninger om DS Norden er primært taget fra deres årsrapporter og deres hjemmeside. Grundet kravene til børsnoterede selskaber er vurderingen at informationer herfra er pålidelige.

Der er brugt branchespecifikt materialer fra organisationer og virksomheder som til dagligt beskæftiger sig inden for området. Disse anses for at være respekterede inden for industrien. Ligeledes indgår information fra brancheorganisationer. Disse kan have subjektive holdninger, men vurderes relevante som supplement til de øvrige rapporter i opgaven.

Artikler fra den finansielle presse er ligeledes benyttet, som supplement til de anvendte rapporter i de enkelte afsnit. Disse artikler har alene det formål at underbygge argumentationerne i de relevante kontekster.

Flere bøger har også været benyttet, som alle er en del af linjens pensum og må betragtes som værende troværdig litteratur.

2 Præsentation af D/S Norden

I dette afsnit vil D/S Norden blive præsenteret for at give læseren et indblik i virksomheden. Afsnittet vil starte med D/S Nordens historie, for at vise, hvordan D/S Norden blev skiftet, og hvilke større begivenheder virksomheden har været igennem indtil i dag. Dernæst vil D/S Nordens strategi og flåde blive præsenteret, således at læseren har et indtryk i D/S Nordens fremtidige mål samt et billede af størrelsen og sammensætningen af deres flåde. Afsnittet vil derefter beskæftige sig med D/S Nordens organisation, som vil uddybe sammensætningen af medarbejdere, kontorer, ledelsen og aktionærerne. Slutteligt vil D/S Norden pool samarbejder blive præsenteret, da det er relevant viden til analyseafsnittene.

2.1 Historie

D/S Norden blev skiftet tilbage i 1871 af Mads Christian Holm. Han var direktør af selskabet frem til sin død i 1892, hvor han også var med til at stifte Danmarks Rederiforening, som er en brancheorganisation i dag. Dermed er D/S Norden et af de ældste rederier med internationalt virke inden for trampfart. D/S Nordens første skib blev leveret fra Glasgow i februar 1872 og også dengang opererede virksomheden globalt. Gennem årene har den globale forretning udvidet sig mere og mere. D/S Norden var primært tonnageudbyder til linjerederierne indtil 1973, hvor virksomheden fik leveret sit første tørlastskib. Dette var startskuddet på, hvad der i dag er D/S Nordens kerneforretning. Lasten dengang, ligesom i dag, bestod af kul, korn og foderstoffer. D/S Nordens mange årige virke i tørlastbranchen har medført, at virksomheden i dag er en af de ledende operatører inden for tørlast.⁵

I 1990 etableres D/S Nordens tankafdeling, med henblik på at indgå flere og nye forretninger med eksisterende og nye kunder. I 1995 udvides tankafdelingen yderligere, idet D/S Norden overtager befragtningen af seks ØK kontrollede tankskibe. Året forinden fusioner D/S Norden med Damskibsselskabet Orient, som herefter går ind under navnet D/S Norden.⁶

Op i gennem 1990'erne udvider D/S Norden deres forretninger inden for tørlast samt tank, og oplever vækst på begge deres markeder. I den sammenhæng oprettes et datterselskaber samt associerede selskaber verden over, til administration af de nytilkomne skibe samt et ønske om at være tættere på deres kunder og markeder. D/S Norden har således gennem det årti etableret sig som et af de største rederier i Danmark.⁷

⁵ www.ds-norden.com – Profile og D/S Nordens årsrapport siden 2

⁶ www.ds-norden.com – Profile

⁷ www.ds-norden.com – Profile

D/S Nordens flåde er gennem årenes løb vokset stødt. Ved udgangen af 2011 opererer virksomheden 238 skibe i alt fordelt på tørlast og tank sammenlignet med 2010, hvor D/S Norden opererede 204 skibe. D/S Nordens kerneflåde er meget fleksibelt, idet den består af egne skibe og langtidsfragtede skibe med og uden købsoption. Derudover supplerer virksomheden også med skibe, der indbefragtes for en kortere tid eller blot til enkelte destinationer. Denne fleksibilitet gør, at D/S Norden har bedre mulighed for, at tilpasse flådens størrelse og omkostninger til ændringer i markedet eller konjunkturerne, som shippingbranchen er kendetegnet ved.⁸ Ifølge de seneste tal fra D/S Nordens årsrapport 2011 står tørlastmarkedet for ca. 85 % af virksomhedens omsætning, mens de resterende 15 % er inden for tank⁹.

2.2 Strategi

D/S Nordens strategi bygger på at opfylde virksomhedens målsætninger i deres 2011-13 strategiplan *"Long-term Growth in Challenging Times"*. Strategien skal ifølge D/S Norden (citater) *"sikre en balanceret vækst, baseret på 1- og 3-årige operationelle og finansielle mål, hvorved Rederiet vil blive styrket i forhold til konkurrenterne. D/S Nordens mål ved udgangen af strategiperioden er at:*

være en af de globalt foretrukne partnere i markedet for lastekontrakter i Tørlast

have fordoblet flåden af egne produkttankskibe til historisk set lave købspriser

*have skabt merværdi til aktionærerne via aktiv operatørforretning og skarpt fokus på omkostninger"*¹⁰

2.3 Flåden

D/S Nordens flåde er som nævnt meget fleksibelt og pr. 31. december 2011 havde virksomheden en egenflåde på 44 skibe, og den aktive kerneflåde, der både tæller egne skibe og indbefragtede skibe med købsoption, blev øget med 24 skibe, sammenlignet med året før. Udover kerneflåden har D/S Norden en fleksibel portefølje af indbefragtede skibe uden købsoption på perioder op til 5 år. Antallet af disse skibe var ved årets udgang 144 sammenlignet med året forinden på 139. Samlet set er D/S Nordens aktive flåde vokset med 14 % sammenlignet med året forinden. Ultimo bestod virksomhedens aktive flåde af 238 skibe, hvilket ligger over niveauet fra ultimo 2007.

I tørlast voksede den aktive flåde i 2011 med 21 skibe til 67 skibe, hvor 2/3 af tilgangen er egne skibe. Væksten var størst i Handysize segmentet, hvor kerneflåden blev øget fra 7 til 19 skibe,

⁸ D/S Nordens årsrapport side 2 og side 12

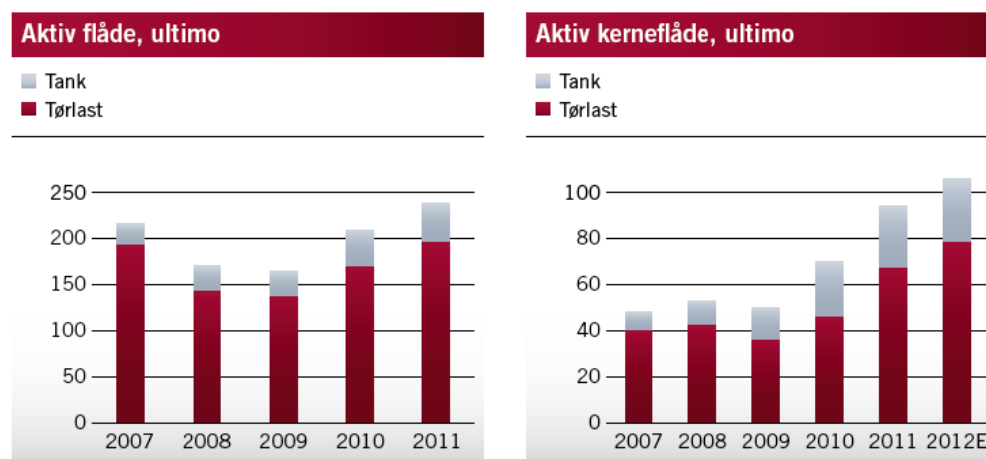
⁹ D/S Nordens årsrapport side 67

¹⁰ D/S Nordens årsrapport side 5-7

mens den samlede opererede flåde steg fra 18 til 30 skibe. D/S Norden begrunder strategien med at de gerne vil investere i Handysize for at få en kritisk masse, og fordi denne skibstype har det største skrotningspotentiale og den mindste ordrebog¹¹.

I tank voksede kerneflåden fra 24 til 27 skibe, hvor de 17 var egne skibe og 10 var langtidsindbefragtede skibe med købsoptioner.. Derudover opererer tankafdelingen med 16 indbefragtede skibe uden købsoption. MR segmentet har nu flest skibe efterfulgt af Handysize. I slutningen af 2011 valgte D/S Norden at udnytte det nuværende marked, ved at indbefragte 2 LR1 skibe til favorable rater og med god eksponering mod et forventet stigende tankmarked ifølge D/S Norden. Nedenstående figur viser udviklingen i D/S Nordens aktive flåde og kerneflåde.¹²

Figur 2: Aktiv flåde og kerneflåde



Kilde: D/S Nordens årsrapport 2011

I de kommende år kan det også forventes en stigende kerneflåde. D/S Nordens ordrebog tæller 19 tørlastskibe og 5 tankskibe. Af den samlede ordrebog forventer virksomheden i 2012 at få leveret 12 skibe, hvor de 11 skibe er tørlast, mens det sidste er et langtidsbefragtet MR produkttankskib med købsoption. Resten af D/S Nordens nuværende ordrebog forventes leveret i 2013-2014. Desuden har D/S Norden en ung flåde, som er under 3 år på tørlastskibene og lidt over 3½ år på tankskibene. Den gennemsnitlige alder på verdensflåden er omkring 12 år på tørlastskibene og 7½ år på tankskibene.¹³ Nedenfor er vist D/S Nordens nuværende ordrebog de kommende år.

¹¹ Ordrebog vil blive nærmere analyseret i afsnit 3 Strategisk analyse.

¹² D/S Nordens årsrapport 2011 side 12-13.

¹³ D/S Nordens årsrapport 2011 side 13, 23 og 28.

Figur 3: D/S Nordens ordrebog

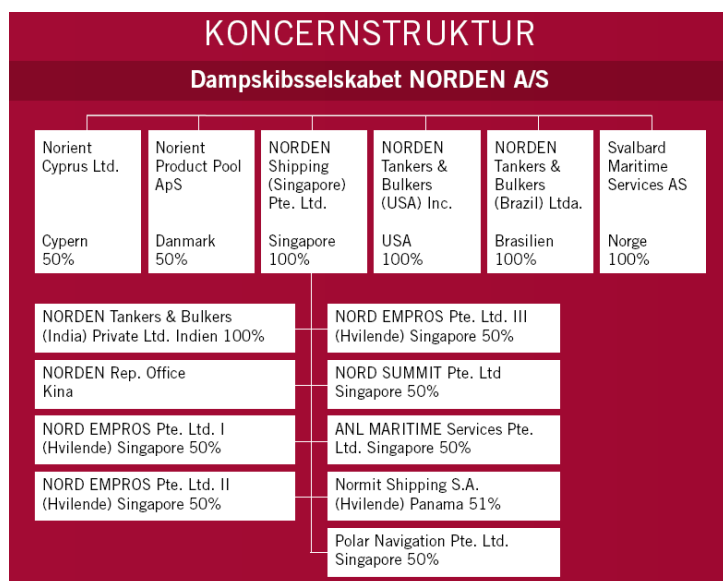
Forventet leveringstidspunkt for NORDENS kerneflåde pr. 31. december 2011													
	2012				2013				2014				Total
	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	Justeret for ejerandel
Tørlastskibe													
Post-Panamax		(1)											1
Panamax	1			(1)			(1)		(2)	(2)			7
Handymax		1 (1)			(1)								3
Handysize	1	1 (1)	1 (1)	1	1				(1)				8
Produkttankere													
MR	(1)				3	1							5
Handysize													0
Total	3	5	2	2	3	3	0	1	1	2	2	0	24
													23,5

Note: Tal i parentes angiver levering af indbefragtede skibe med køboption, mens tal uden parentes angiver leveringer fra Rederiets nybygningsprogram. Totaler er beregnet for hele kerneflåden.

Kilde: D/S Nordens årsrapport 2011

2.4 Organisation

D/S Nordens har kontorer verden over. D/S Norden indviede deres nye hovedkontor "Bryghuset" i Hellerup tilbage i 2008. Deres kontorer er derudover placeret i Singapore, Kina, Indien, USA og Brasilien, et netværk af port captains samt site officers på skibsværfter i Korea, Kina, Vietnam og Japan. Der er 259 ansatte på D/S Nordens kontorer verden over og 753 søfolk på D/S Nordens egne skibe. Derudover har Norient Product Pool 47 medarbejder på deres kontorer i Danmark, Cypern, Singapore, USA og Brasilien (under etablering).¹⁴ Nedenfor er vist D/S Nordens koncernstruktur.

Figur 4: D/S Nordens koncernstruktur

Kilde: D/S Nordens årsrapport 2011

¹⁴ D/S Nordens årsrapport side 2

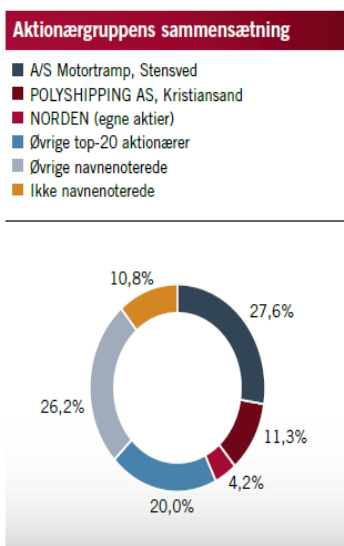
2.5 Ledelse

D/S Norden har en todelt ledelsesstruktur med en bestyrelse og en direktion. Direktionen rapporterer til bestyrelsen, der er ansvarlig for den overordnede ledelse af D/S Norden. Bestyrelsen består af fem aktionærvalgte og tre medarbejdervalgte. Bestyrelsesformanden er Mogens Hugo, som har været formand siden 1995. Af de resterende fire er to af dem tiltrådt inden for de sidste par år. De medarbejdervalgte medlemmer er alle tre valgt ind i bestyrelsen for nylig. Direktionen ledes af Carsten Mortensen som siden 1997 har været ansat i D/S Norden.¹⁵

2.6 Ejerforhold

D/S Norden er med en aktiekapital på 43 mio. DKK børsnoteret på NASDAQ OMX. Der er i alt 43 mio. aktier af 1 DKK, hvor der er 1 aktiekasse i D/S Norden. Ingen aktier har særlige rettigheder frem for andre. To aktionærer har anmeldt at eje mere end 5 % af selskabets aktier i forhold til gældende dansk lovgivning. Det er A/S Motortramp og POLYSHIPPING AS. De to aktionærer har ikke købt nye aktier, men deres samlede ejerandel blev øget fra 37,7 % til 38,9 %, som følge af at D/S Norden valgte at nedskrive aktiekapitalen fra 44,6 mio. til 43 mio. DKK. Den tredjestørste aktionær er D/S Norden selv med 1.786.078 egne aktier, som primært bruges til at afdække optionsprogrammerne. De øvrige store aktionærer er især investorer fra Danmark, Norge, USA og Storbritannien. Der var ved årsskiftet 704 navnenoterede aktionærer uden for Danmark. D/S Norden forventer i 2012 at udbetale udbytte på 4 DKK pr. aktie, svarende til en forventet udlodning på 165 mio. DKK¹⁶. Nedenfor vises aktionærgruppens sammensætning.

Figur 5: Aktionærgruppens sammensætning



Kilde: D/S Nordens årsrapport 2011

¹⁵ D/S Nordens årsrapport 2011 side 33-37

¹⁶ D/S Nordens årsrapport 2011 side 38-39

2.7 Norient Product Pool

D/S Nordens MR og Handysize tankskibe er kommercielt forvaltet af Norient Product Pool ApS. Puljen blev grundlagt i 2005 af D/S Norden og Interorient Navigation Company Ltd. Norient Product Pool er et aktieselskab registreret i Danmark og er ejet 50/50 af de stiftende partnere D/S Norden og Interorient Navigation Company Ltd. Selskabet styres fra hovedkontoret i Hellerup og repræsentationskontorer i Singapore, USA og Cypern. Norient Product Pool administrerer omkring 70 produkttankskibe fra 25.000 dwt til 75.000 dwt. På denne måde, har D/S Norden afdækket mange af deres kunders krav, om en bred geografisk dækning og fleksibel service verden over.¹⁷

Ligeledes bliver D/S Nordens tørlastskibe indenfor Handysize og Post-Panamax segmenterne forvaltet af D/S Nordens Handysize- og Post-Panamax pools. Skibe fra Interorient Navigation Company Ltd bliver ligeledes forvaltet gennem disse pools.¹⁸

¹⁷ www.ds-norden.com – Profile

¹⁸ www.ds-norden.com – Dry Cargo

3 Strategisk analyse

Dette afsnit omhandler analyse af de ikke finansielle værdidrivere til brug for budgettering af D/S Norden. Afsnittet forsøger dermed at besvare *arbejdsspørgsmål 1* og bidrage til besvarelsen af *arbejdsspørgsmål 5*.

Den strategiske analyse er opdelt i fire delafsnit. De første tre analyser har til formål afdække eksterne faktor som menes at påvirke D/S Norden.

Første afsnit består af en analyse shippingbranchen, hvor D/S Nordens markeder nemlig tørlast og tank vil blive dybere analyseret. Disse delafsnit er opdelt i to, hvor det ene vil behandle udbuddet- og den anden efterspørgslen efter tonnage. De to markeder kræver hver sin analyse, for at give et retvisende billede af udsigten for tørlast- og tankmarkedet de kommende år.

Næste afsnit er en analyse af makromiljøet, som har til formål at identificere, hvilke makromæssige faktorer der kan påvirke D/S Nordens markeder og dermed virksomhedens indtjeningsgrundlag. Når en virksomhed som D/S Norden handler globalt, påvirkes denne endnu mere af eksterne faktorer. Analysen af dette foretages via en PESTEL analyse.

Dernæst vil der blive foretaget en brancheanalyse via en Portes Five Forces analyse. Formålet med dette er at identificere de faktorer i D/S Nordens markeder, som menes at påvirke D/S Norden indtjening.

Det fjerde og sidste afsnit er en analyse af D/S Nordens forretningsmæssige styrker. Formålet er at vise virksomhedens stærke sider i forhold til dens konkurrenter. Disse kan vise sig at være altafgørende for D/S Nordens position på dens markeder den kommende tid.

Alle delanalyser afsluttes med en delkonklusion. Alle fire delanalyser opsummeres i en SWOT-analyse, hvor denne i en figur viser de virksomhedsspecifikke styrker og svagheder samt branchens muligheder og trusler. SWOT-analysen besvarer derved *arbejdsspørgsmål 1*.

3.1 Shippingbranchen

Rederibranchen har eksisteret lige siden der har været skibe på verdenshavene. Søfarten har været gennem en stor forvandling fra sejlskibe til dampskibe til derefter skibe med forbrændingsmotorer. De nye skibe kan nu fragte store mængder gods hurtigere end hvad man har været vant til, hvilket muliggjorde en større international handel end hidtil.

I takt med globaliseringen og den deraf stigende verdenshandel er rederibranchen kun vokset og vokset. International efterspørgsel efter råvarer og forbrugsgoder har vokset sig større og større primært drevet af Asien efter det 21. århundrede. Ligeledes er mængden og størrelsen af skibe også vokset samtidig med, at de nye skibe bliver mere og mere brændstofeffektive i takt med den teknologiske udvikling.

Shippingindustrien er kendetegnet ved at efterspørgslen efter tonnage er meget volatil, ændrer sig hurtigt og er meget uforudsigelig. Udbuddet efter tonnage er omstændelig og ændres langsomt, hvilket gør at der i tider som nu, er en ubalance, som betyder et overudbud af tonnage.¹⁹

Fragtraten er simpelthen prisen for at fragte varer fra punkt A til B og afhænger af udbud og efterspørgsel på de pågældende ruter for de pågældende markeder. Dvs. fragtraterne er altafgørende for rederiernes indtjening og faldende fragtrater som nu, lægger et pres på rederiernes indtjening. Der kan være store forskelle på fragtraterne for de enkelte ruter, da det som sagt, afhænger af den tonnage der er til rådighed. Ligeledes kan der være forskelle på fragtraterne inden for det samme marked, da der er forskellige skibstyper, som fragter hver sin last. Fragtraterne er derfor en meget volatil faktor, som også kendetegner skibsbranchen generelt.²⁰

For at markedet kan se udviklingen i fragtraterne på et generelt plan, er der udarbejdet et indeks ud fra de mest populære ruter i verdenen. Indeksene bliver kaldt hhv. *Baltic Dry Index* for tørlastskibene og *Baltic Clean Tanker Index* for tankskibene. Indeksene er en rettesnor over udviklingen i markedet, men afspejler ikke hele markedet, idet priser på mindre ruter ikke er medtaget. Indekset medtager dog både fragtraterne for tramp- og linjefragt.²¹

Det er dog muligt for shippingbranchen at afdække fragtraterne, disse kaldes FFA (forward Freight Agreement/terminslastekontrakt). En terminsaftale indgås om køb/salg af fremtidige fragtrater for

¹⁹ Shipping Market Review side 8-10. Overudbud af tonnage drøftes yderligere i de særskilte afsnit vedrørende tørlast- og tankmarkedet.

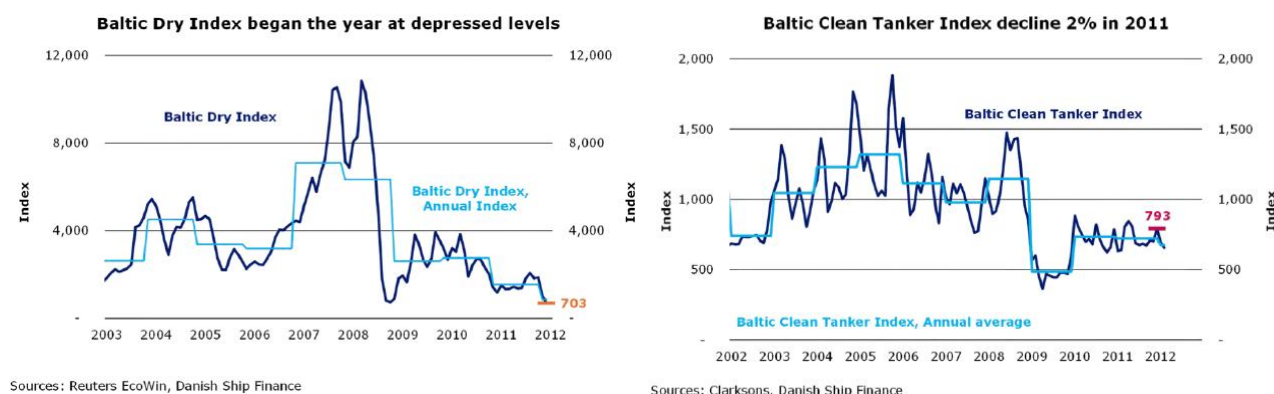
²⁰ www.skibskredit.dk - Fragtrater, udbud og efterspørgsel.

²¹ www.skibskredit.dk – Introduktion

en given skibstype og rute til en i forvejen aftalt pris. Dette er meget udbredt i shippingbranchen. Det er blandt andet muligt at foretage afdækning i tørlast- og tankmarkedet.²²

Nedenstående figurer viser henholdsvis *Baltic Dry Index* og *Baltic Clean Tanker Index*. Graferne viser i al sin tydelighed, de faldende og laver fragtrater på tørlast- tankmarkedet..

Figur 6: Baltic Dry Index og Baltic Clean Tanker Index



Kilde: Danmarks Skibskredit

En årlig opgørelse fra Danmarks Rederiforening viser, at den totale verdenstonnage var omkring 420 mio. BT i 1980, 515 mio. BT i 2000 og hele 943 mio. BT i 2011. De danske rederier stod i november 2011 for 3 % af verdenstonnagen, hvor 5 % af verdenstonnagen kontrolleres fra Danmark. Derudover transporterer de danske rederier omkring 10 % af verdenshandelen.²³

Denne udvikling i verdenstonnagen forventes at fortsætte, hvis der kigges på antallet af nybygninger, der er i ordrebøgerne. Den nuværende økonomiske afmatning, der primært er i Europa, USA og i lidt mindre grad de asiatiske lande, vil uden tvivl påvirke dette, i nedadgående retning, da det kan forventes at udskydelse af nybygninger, annulleringer af ordre og skrotninger vil kunne påvirke dette²⁴.

3.1.1 Tørlastmarkedet

Tørlastmarkedet er kendetegnet ved, at transportere større mængder i få, store lastrum. Tørlastskibene betegnes også som bulkskibe, da de fragter større mængder gods. Generelt er tørlastskibene konstrueret så simpelt som muligt. Når et tørlastskibe skal bygges, er fokus på kubisk kapacitet, adgang til lastrummene og lastudstyr. Dog kan nogle af de mindre skibe godt være af teknisk højere standard, for at kunne håndtere specifikke produkter, såsom cement, sten, papirruller og træprodukter. De mest almindelige tørlastprodukter inkluderer råmaterialer såsom

²² www.clarksonsecurities.com

²³ Skibsfarten i tal. De opgivne tal og procenter er inden for alle skibssegmenter og ikke kun tørlast og tank.

²⁴ Dette vil blive dybere analyseret i de senere afsnit i den strategiske analyse.

jernmalm, kul, koks, korn, bauxit, skrotjern, papirruller, sojabønner, jernplader, aluminium og sten.²⁵

Tørlastskibene transporterer nogle af de mest grundlæggende råvarer, der er nødvendige i den industrielle verden. Efterspørgslen efter råvarer stiger i takt med den industrielle udvikling, dvs. et lands efterspørgsel efter råvarer afhænger af udviklingen i det pågældende land. Denne stigning i efterspørgslen er de seneste år kommet fra Asien, specielt Kina, som har været drivkraften bag væksten i transporten af diverse tørlaster. Når landene importerer råvarer, er det med henblik på at bruge det med det samme i produktionen eller også til at opbygge landets lagerbeholdning.²⁶

Jernmalm er et af hovedmaterialerne ved produktion af stål, og er den råvare der fylder mest i tørlasthandelen verden over.²⁷ Nedenstående figur viser de største eksportører og importører af jernmalm.

Figur 7: De største eksportører og importører af jernmalm

Største eksportører	Største importører
Australien	Kina
Brasilien	Japan
Indien	Sydkorea
Indonesien	Tyskland
Sydafrika	Frankrig

Kilde: Danmarks Skibskredit

De store handelsruter for jernmalm er fra Australien til Asien, intra-Asien, fra Sydamerika til Asien, fra Sydamerika til Vesteuropa og fra Afrika til Asien.

Koks er et vigtigt råstof ved fremstillingen af stål, mens kul bruges til produktionen af elektricitet og varme.²⁸ Nedenstående figur viser de største eksportører og importører af kul og koks.

Figur 8: De største eksportører og importører af kul og koks

Største eksportører	Største importører
Australien	Japan
Indonesien	Sydkorea
USA	Taiwan
Colombia	Kina
Sydafrika	Tyskland
	Storbritannien

Kilde: Danmarks Skibskredit

²⁵ www.skibskredit.dk - Tørlastskibe

²⁶ www.skibskredit.dk – Tørlasttransport

²⁷ www.skibskredit.dk – Tørlasttransport

²⁸ www.skibskredit.dk – Tørlasttransport

Handelsruterne for kul og koks er her typisk Australien til Asien, intra-Asien, fra Nordamerika til Europa, fra Afrika til Europa og fra Australien til Europa.

Korn, soja, og majs er alle landbrugsprodukter, hvorfor handlen med disse er naturligvis meget sæsonafhængige. Nedenstående figur viser de største eksportører og importører af korn.²⁹

Figur 9: De største eksportører og importører af korn

Største eksportører	Største importører
USA	Japan
Argentina	Sydkorea
Australien	Egypten
Canada	Saudi Arabien
Brasilien	EU
EU	

Kilde: Danmarks Skibskredit

De største handelsruter for korn er fra Nordamerika til Asien, fra EU til Afrika, fra Nordamerika til Sydamerika, fra Sydamerika til Europa og intra-Asien.

De nævnte råvarer er hovedprodukterne som tørlastskibene transporterer, men derudover supplerer rederierne deres indtjening via de mindre tørlastskibe, ved at transportere råvarer som cement, skrotstål, sten, papirruller, stålruller og stålblader, bauxit og aluminium.³⁰

Størrelsesmæssigt rangeres skibene som Capesize, Panamax, Handymax samt Handysize³¹. D/S Nordens tørlastflåde pr. 31. december 2011 samt ordrebog fremgår af bilag 10.

Nedenstående figur viser den totale verdens flåde og ordrebog for tørlast per 1. januar 2012. Den totale flåde er på 8890 skibe med en samlet størrelse på 610 millioner dwt. Målt i dwt er Capesize den mest dominerende med 40 pct. af flåden og 43 pct. af ordrebogen. Det ses at flåden er relativ ung, idet 44 % af tørlastskibene er under 5 år gamle. Tørlastsegmentet har gennem de sidste par år haft en stor ordrebog. Pr. 1. januar 2012 er ordrebogen på 200 millioner dwt (2390 skibe) svarende til 33 pct. af flåden pr. 1. januar 2012.³²

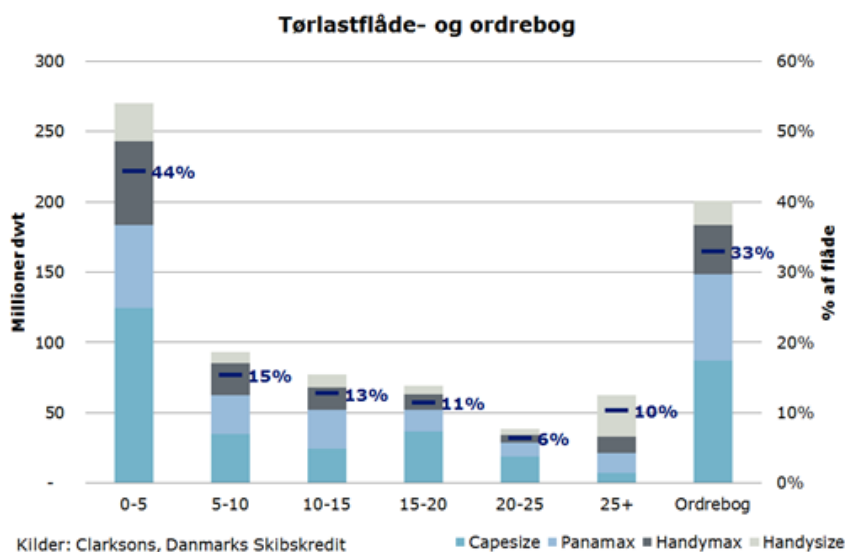
²⁹ www.skibskredit.dk – Tørlasttransport

³⁰ www.skibskredit.dk – Tørlasttransport

³¹ Se bilag 1 for uddybning af de enkelte segmenter af tørlastskibe

³² www.skibskredit.dk - Flåden

Figur 10: Verdens tørlastflåde og ordrebog pr. 1. januar 2012



Kilde: Danmarks Skibskredit

Historisk set, har tørlastmarkedet været meget svingende, og derfor har det været svært for rederierne at præstere en stabil indtjening. Tiden op til finanskrisen var præget af optimisme, der i høj grad skyldes den øgede globalisering og den deraf følgende øgede verdenshandel. Højkonjunktoren synes ingen ende at tage og især Kina efterspurgte store mængder jernmal, mens andre lande som Indien efterspurgte meget kul. Dette drev fragtraterne i vejret, da kapaciteten ikke kunne følge med den stigende efterspørgsel efter råvarer og dermed tonnage. Det medførte ligeledes, at priserne på brugte og nye skibe steg. Som følge af dette bestilte rederierne flere nye skibe til levering, men leveringstiden på skibe er typisk 1½ – 3 år, hvilket har fået ordrebøgerne til at vokse³³. Tørlastmarkedet har dog fået noget af en omvæltning siden midten af 2008, hvor fragtraterne generelt er faldet med 90 %. Der tales nu om et decideret kollaps af tørlastmarkedet³⁴.

3.1.1.1 Udbuddet efter tonnage

Det vil altid være svært at spå om fremtiden især i en branche som tørlastmarkedet, som er meget konjunkturfølsom. På kort sigt er det dog muligt at give en god indikation på, hvad der kan ske med tørlastmarkedet. På udbudssiden kan det ses på den nuværende tørlastflåde og ordrebog samt skrotningspotentiallet, der ligger på tørlastmarkedet. Basal økonomisk teori siger, at prisen på en vare bestemmes af udbud og efterspørgsel. Prisen i dette tilfælde er fragtraterne på tørlastmarkedet. I øjeblikket er tørlastmarkedet kendetegnet ved at have overudbud af tonnage til

³³ Shipping Market Review side 60. Priser på brugte og nye skibe vil blive berørt dybere i afsnit 3.3 Porters Five Forces.

³⁴ Mere om dette senere i afsnittet.

trods for en pæn vækst i efterspørgslen efter tonnage³⁵. Når der er for stort udbud vil det være med til at ligge et pres på priserne.³⁶

Ifølge Danmarks Skibskredit og RS Platou blev tørlastflåden i 2011 udvidet med 98 mio. dwt svarende til en stigning på 16 % i forhold til året forinden. Det seneste års lave fragtrater og den meget høje tilgang af ny tonnage gjorde, at skrotning af tonnage tog til i 2011. I alt blev ca. 22-23 mio. dwt tonnage skrottet i 2011 sammenlignet med 7 mio. dwt i 2010. Det svarede til at ca. 4 % af den samlede flåde blev skrottet i 2011. Som nævnt tidligere tager det tid for skibsværfterne at levere tonnage til rederierne, og nu bøder branchen for de tidligere års optimisme omkring verdenshandlen. Derfor vælger rederierne derudover også at udskyde og annullere faktiske leveringer ud i fremtiden. Derfor blev kun 55 % af de planlagte leveringer faktisk leveret i 2011. Resten blev udskudt til i år eller længere ude i fremtiden eller annulleret permanent. Udskydelser, annulleringer og skrotninger var med til at minimere udbudsvæksten af tonnage i 2011. I 2011 steg nettoflåden med 14 %, hvilket svarer til 75 mio. dwt sammenlignet med en stigning i nettoflåden på 17 % i 2010 (78 mio. dwt).³⁷

Hvis der ses lidt frem tegner billedet sig heller ikke for godt i 2012 og 2013. Danmarks Skibskredit forventer nettoflåden i år vokser med omkring 10 % (84 mio. dwt) og omkring 7 % i 2013 (56 mio. dwt). RS Platou og Skibsmæglerfirmaet Clarkson forventer en stigning i nettoflåden på ca. 11-12 % i 2012. Under disse tal viser den samme tendens som sidste år, nemlig udskydelser, annulleringer og skrotninger for at få bugt med det overudbud af tonnage, der er i øjeblikket på tørlastmarkedet.³⁸ Nedenstående figur viser udviklingen i nettoflåden fra 2008 til 2014. Som det ses forventes nettoflåden at vokse mindre og mindre i takt med at rederierne tilpasser deres tonnage efter markedsforholdene.

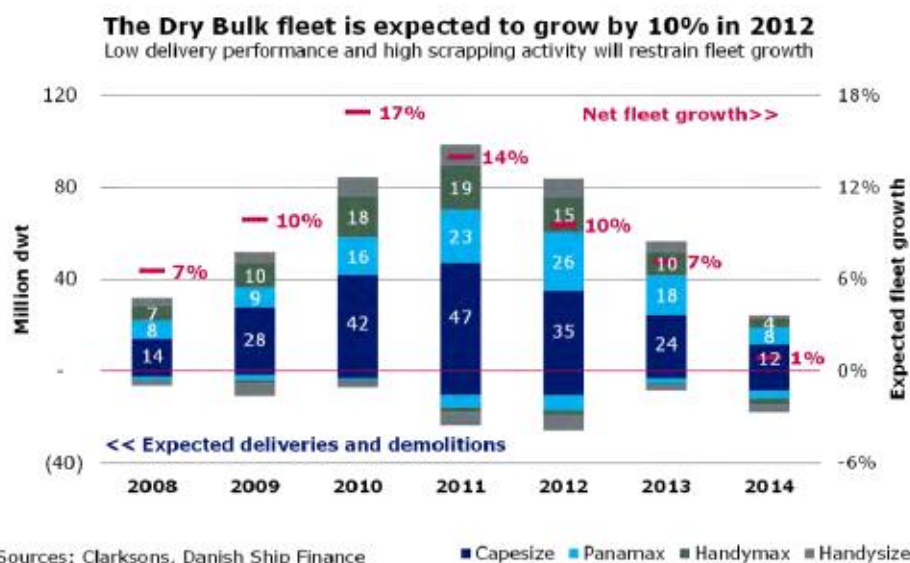
³⁵ Mere om efterspørgslen i de efterfølgende afsnit.

³⁶ www.skibskredit.dk - Fragtrater, udbud og efterspørgsel.

³⁷ Shipping Market Review side 57 og The Platou Report side 25

³⁸ Shipping Market Review side 61-62, The Platou Report side 26 og Dry Bulk Trade Outlook side 3.

Figur 11: Udvikling i nettoflåden



Kilde: Danmarks Skibskredit

Dette billede er kun gældende, hvis det antages, at der ikke registreres nye kontrakter til levering. Her skal det nævnes, at bankernes tilbageholdenhed med at finansiere nye skibe, kan være med til at dæmpe kontrakterne for nye leveringer. Selv uden nye kontrakter vil man kunne forvente, at tørlastmarkedet vil få det svært, med at absorbere den store tilgang af ny tonnage i 2012, hvor 2013 vil være noget bedre.³⁹ Overkapaciteten forventes altså forsat at være gældende det næste år. Hvis disse antagelser holder, må man alt andet lige, forvente fortsatte meget lave rater i 2012 og lidt bedre markedsforhold i 2013. Det er klart, at skrotningsaktiviteten kan overraske til den positive side, men historisk, har det vist sig, at størstedelen af skrotning er krævet til at balancere udbud og efterspørgsel. Derfor må D/S Norden forvente, at de svære vilkår for tørlastmarkedet vil fortsætte lidt endnu. D/S Nordens egen CEO Carsten Mortensen er også meget skeptisk for 2012. Han mener ligeledes at udbudsvæksten er for høj i forhold til efterspørgslen efter tonnage, som vil betyde, at fragtraterne i 2012 kommer til at ligge under 2011-niveauet i tørlast.⁴⁰

3.1.1.2 Efterspørgslen efter tonnage

Billedet af udbuddet efter tonnage viste et overudbud af skibe på tørlastmarkedet drevet af en for stor ordrebog opbygget gennem årene. På den lyse side viser det sig, at efterspørgslen efter tonnage er fornuftigt, taget den nuværende økonomiske afmatning i betragtning⁴¹. Eksempelvis viste 2011, at efterspørgslen efter tonnage steg 7 % sammenlignet med et lidt bedre år i 2010 på 9 %. Stigningen i efterspørgslen var primært drevet af Kina, idet deres efterspørgsel efter tørlast

³⁹ Shipping Market Review side 63

⁴⁰ www.shippingwatch.dk - Udfordringerne stod i kø

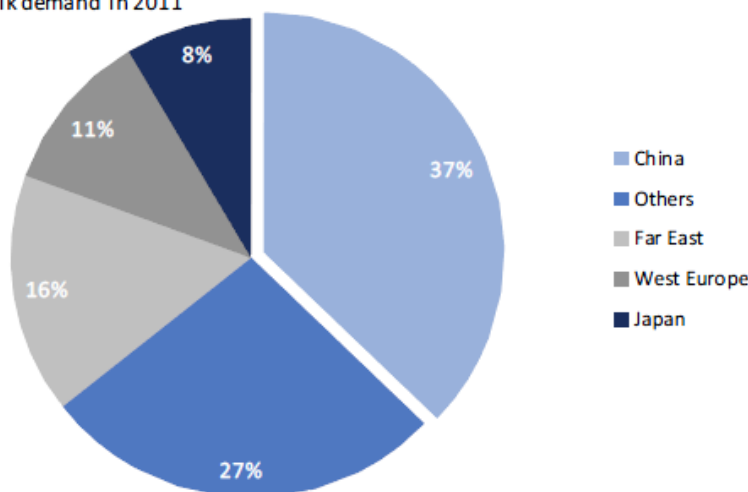
⁴¹ Verdensøkonomien vil blive dybere beskrevet i afsnit 3.2 PESTEL analyse.

steg med 13 %, hvor jernmal og kul steg 11 %. Men også andre asiatiske lande så en stigning i efterspørgslen. Korea og Indien i primært jernmalm og kul. Dog oplevede Japan et fald i efterspørgslen på 2 %, som skyldes den tsunami som ramte landet i første halvdel af 2011. Europa oplevede en mindre stigning på 5 %, som skyldes opbygning af lagre. Men den sidste halvdel af 2011 oplevede Europa en opbremsning, som skyldes de svære betingelser i de europæiske økonomier.⁴² Som også beskrevet i starten af afsnittet, er den stigende efterspørgsel efter tørlast kommet fra de asiatiske lande, og det vil også være disse lande fremover, som vil drive efterspørgslen. Fremadrettet vil det primært være Kina, som driver efterspørgslen, idet landet står for omkring 40 % af verdenshandlen med tørlastvarer⁴³. Nedenstående figur viser efterspørgslen efter tørlast opdelt i lande og regioner og viser i al sin tydelighed Kinas store betydning for tørlastmarkedet⁴⁴.

Figur 12: Efterspørgslen efter tørlast opdelt i lande og regioner

Total dry bulk demand split by major countries/regions

% of total dry bulk demand in 2011



Kilde: Pareto Securities, Marsoft

Der er flere bud på, hvordan efterspørgslen efter tørlast vil udvikle sig de kommende år. Danmarks Skibskredit mener, at efterspørgslen vil stige med 8 % som nedenstående figur viser. RS Platou og Clarkson er mere skeptiske og mener, at efterspørgslen vil lande på 4-6 %.⁴⁵ De kommende år forventer Danmarks Skibskredit en stigning i efterspørgslen på henholdsvis 9 % og 7 % i 2013 og 2014. Dette forventes drevet af råvarerne jernmalm og kul, hvor disse er meget afhængige af stålproduktionen, da disse råvarer sammen med koks indgår i produktion af stål. Derfor vil

⁴² The Platou Report side 24. Verdensøkonomien vil blive dybere beskrevet i *afsnit 3.2 PESTEL analyse*.

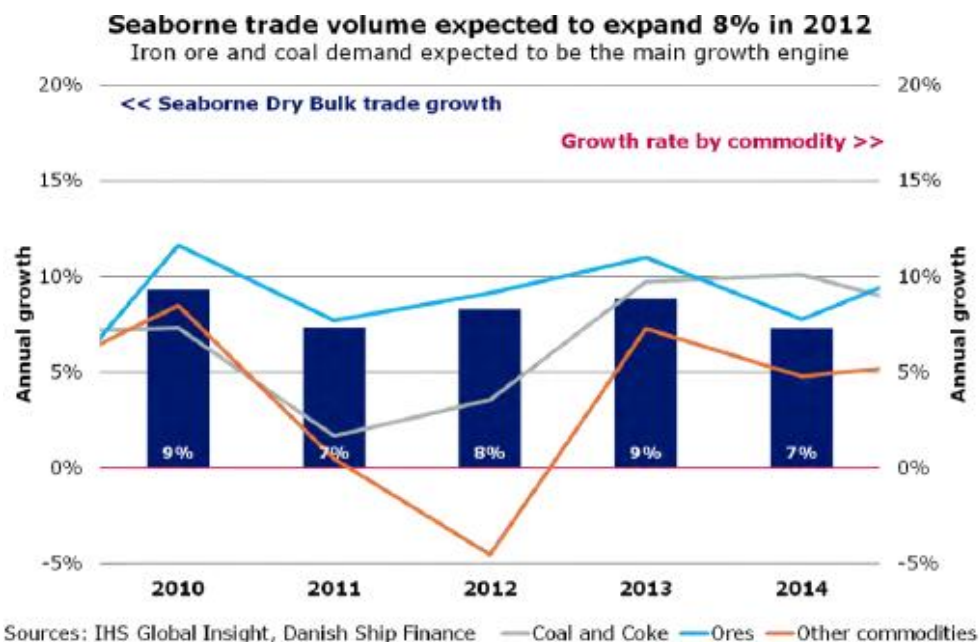
⁴³ The Platou Report side 25

⁴⁴ Kinas andel af tørlastmarkedet afviger en smule fra tallene fra The Platou Report.

⁴⁵ Shipping Market Review side 62, The Platou Report side 26 og Dry Bulk Trade Outlook side 3

efterspørgslen efter jernmal og kul være afhængige af den globale efterspørgsel efter stål. Ifølge Pareto Securities forventes det, at stålproduktionen i Kina, som står for lige under halvdelen af verdens stålproduktion, aftager de kommende år. Det skyldes en svag vækst i byggeaktiviteten i Kina. I Vesteuropa, som står for 12 % af verdens stålproduktionen, forventes det også, at stålproduktionen aftager de kommende år.⁴⁶ Da efterspørgslen efter jernmalm og kul som nævnt indgår i stålproduktionen, må det forventes en usikkerhed i de forskellige estimater.

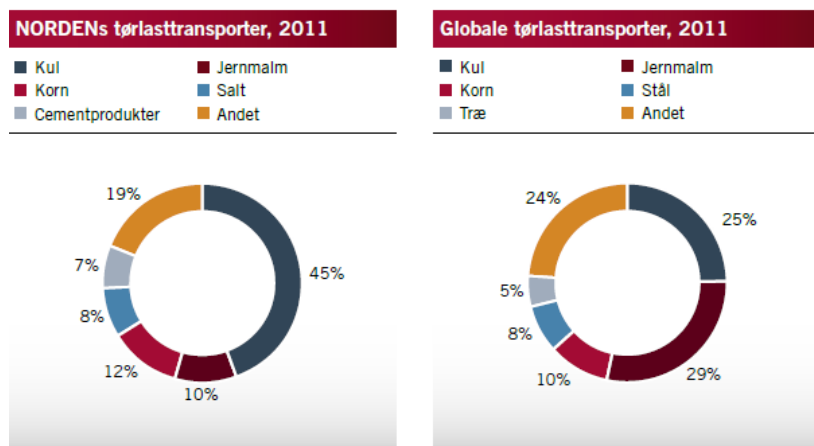
Figur 13: Efterspørgslen efter tørlast



Kilde: Danmarks Skibskredit

D/S Nordens mest transporterede råvare inden for tørlast er kul, som tegner sig for lige under halvdelen af D/S Nordens tørlasttransport. Nedenstående figur viser D/S Nordens tørlasttransport sammenlignet med den globale tørlasttransport.

⁴⁶ Dry Bulk Update – side 29-30 og 36

Figur 14: D/S Nordens tørlasttransport 2011

Kilde: D/S Nordens årsrapport 2011 samt RS Platou

Figuren viser, ligesom nævnt tidligere, at de mest dominerende råvarer inden for tørlasttransporter er jernmal og kul, som tegner sig for lidt over halvdelen af den globale transport. Ifølge Danmarks Skibskredit er det også disse to tørlastvarer, som skal drive markedet de kommende år. De primære aftager af kul og jernmal er de asiatiske lande, og D/S Norden har 25 % af sin tørlastforretning i Kina og Indien⁴⁷. Jernmalm tegner sig for 10 % af D/S Nordens tørlasttransport og 29 % af den globale tørlasttransport. Her er den altoverskyggende importør Kina, som i 2011 tegnede sig for omkring 60 % af verdenshandelen.⁴⁸

Clarkson forventer, at efterspørgslen efter jernmalm i 2012 vil stige med 4 %. Stigningen i efterspørgslen vil blive understøttet af de lave fragtrater og råvarepriser på jernmalm. Dette kan tilskynde Kina, til at importere mere jernmalm på bekostning af de hjemlige leverandører af jernmalm.⁴⁹ Dog afhænger dette meget af Kinas lagre af jernmalm. Hvis lagerne i Kina er fyldt op, kan det betyde en opbremsning af import af jernmalm. I øjeblikket kan det tyde på det. Ifølge Shippingwatch er de kinesiske lagre af jernmalm og stål i øjeblikket historisk høje. Ifølge Shippingwatch forventer den kinesiske minehandelsforening et fald i importen af jernmalm på ca. 14 pct. i 2012, mens landet øger indenrigsproduktionen.⁵⁰ Dette er selvsagt ikke gode nyheder for efterspørgslen efter tørlasttransport, hvilket kun forstærker billedet af svære markedsforhold i 2012.

Kul er som nævnt tidligere, den største tørlasttransport for D/S Norden og på verdensplan er 25 % af tørlasttransporten kul. Nedenstående figur viser de primære aftagere af kul fordelt på lande og regioner. Fjernøsten stod i 2011 for 38 % af importen, mens Kina stod for 18 %. Kinas betydning

⁴⁷ D/S Nordens årsrapport 2011 side 8.

⁴⁸ Dry Bulk Trade Outlook side 4-5.

⁴⁹ Shipping Market Review side 62-63, The Platou Report side 25-26 og Dry Bulk Trade Outlook side 3-5.

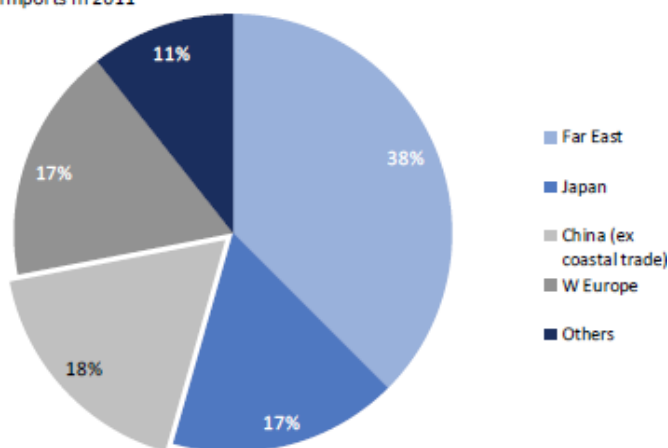
⁵⁰ www.shippingwatch.com – Medie Kinas 2012-mål ikke godt nyt for tørlast.

inden for handel med kul, er ikke lige så stor som jernmalm, men deres betydning vokser i takt med at importen af kul stiger. I år regner Clarkson eksempelvis med, at efterspørgslen efter kul på verdensplan vil være omtrent 2 % på kokskul og 4 % på dampkul. Asien (herunder Indien og Kina) vil tegne sig for en stigning på 4 % på kokskul og 6 % dampkul. Kina forventes i år at opleve en stigning på 8-9 %.⁵¹ Som nævnt tidligere vil det især afhænge af den kinesiske stålindustri, som ser svag ud på grund af faldende byggeaktivitet og store lagre.

Figur 15: Importører af kul opdelt i lande og regioner

Major coal importing countries/regions

% of total coal imports in 2011



Kilde: Pareto Securities, Marsoft

Idet 25 % af D/S Nordens handel er i Kina og Indien og 45 % af deres tørlasttransport er i kul, må det forventes, at efterspørgslen efter D/S Nordens tørlastskibe stadig vil være der. Dog ser det ud til, at de kommer til at sejle til lavere fragtrater et stykke tid endnu, hvilket vil ligge et pres på deres indtjening.

3.1.2 Tankmarkedet

Produkttankskibe er bygget til at transportere raffinerede olieprodukter fra olieraffinaderiet til et andet raffinaderi eller til slutbrugeren. Produkttankskibe transporterer hovedsagligt "clean products" og "dirty products".⁵²

"Clean products" refererer til lette raffinerede olieprodukter såsom flybrændstof, benzin og nafta. Disse produkter bliver som regel transporteret i rene coatede tanke. "Dirty products" inkluderer

⁵¹ Dry Bulk Trade Outlook side 3, 6-9 og Dry Bulk Update side 39-42.

⁵² www.skibskredit.dk - Produkttankskibe

tunge olier som f.eks. råolie eller raffinerede olieprodukter som brændselolie, dieselolie eller bunkerolie.⁵³

Ved transport af "clean products" bliver der stillet høje krav til, at skibenes tanke er fuldstændig rengjorte, inden der kan påfyldes et nyt produkt. Dette er krævet da produkterne skal være så destillerede som muligt. Ligeledes stiller olieselskaberne krav til, hvilke produkter tankskibene sidst har transporteret for derved at sikre et så rent produkt som muligt.⁵⁴

Efterspørgslen på produkttankskibe bliver i en høj grad bestemt af væksten i verdensøkonomien⁵⁵. Derudover har vejret også en påvirkning. For eksempel medfører den japanske tsunami, at flere japanske raffinaderier måtte lukke, hvilket resulterede i en højere japansk import af raffinerede produkter og dermed en større efterspørgsel på produkttank.⁵⁶

Asien (Kina, Indien, Japan og Singapore) er både den største eksportør og importør af raffinerede olieprodukter. I 2010 stod de for henholdsvis 22 % og 29 % af verdens samlede eksport og import. Derefter er det Nordamerika (Canada, USA og Mexico), som stod for 18 % af verdens eksport og selv importerede 22 % i 2010. Andre vigtige eksportører er Mellemøsten, som stod for 14 % af eksporten i 2010.

Udover Asien og Nordamerika er Europa også væsentlige importører af raffinerede olieprodukter, og stod for henholdsvis 17 % af verdens samlede import. Nedenstående graf viser eksporten og importen af raffinerede olieprodukter i 2010.⁵⁷

⁵³ www.skibskredit.dk - Produkttankskibe

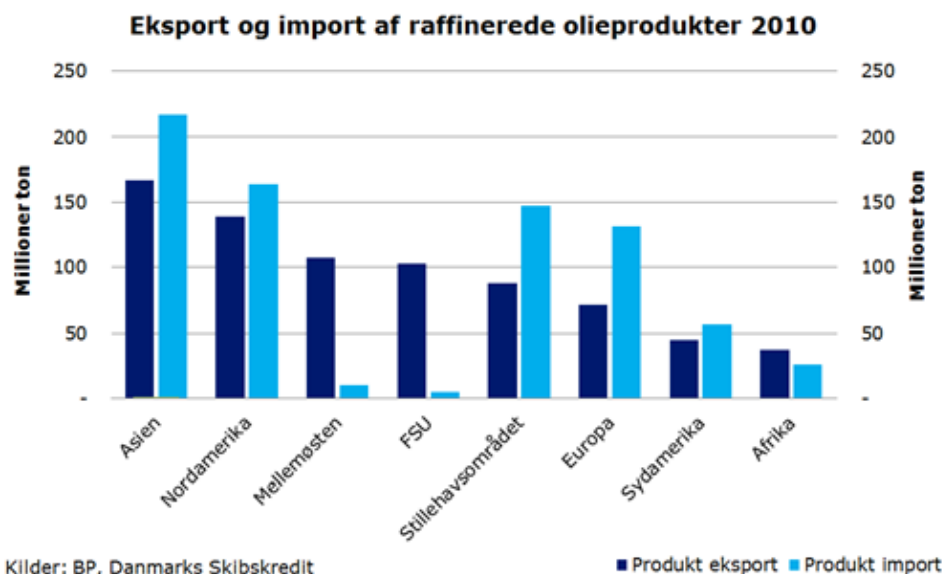
⁵⁴ www.skibskredit.dk - Produkttankskibe

⁵⁵ Verdensøkonomien bliver dybere analyseret i afsnit 3.2 PESTEL analyse.

⁵⁶ D/S Nordens årsrapport 2011 side 26 og www.skibskredit.dk – Efterspørgsel og de største ruter.

⁵⁷ www.skibskredit.dk – Efterspørgsel og de største ruter.

Figur 16: Eksport og import af raffinerede olieprodukter i 2010



Kilde: Danmarks Skibskredit (eksklusiv interregional import og eksport)

De fem største ruter indenfor produkttank er intra-Asien, fra Europa til Nordamerika, fra Mellemøsten til Asien, Nordamerika til Sydamerika og fra Nordamerika til Europa.⁵⁸

Produkttankskibene er ikke så store som de største råolietankskibe, men inddeles ligeledes efter størrelse i kategorierne LR2, LR1 samt MR⁵⁹. D/S Nordens tankflåde pr. 31. december 2011 samt ordrebog fremgår af bilag 11.

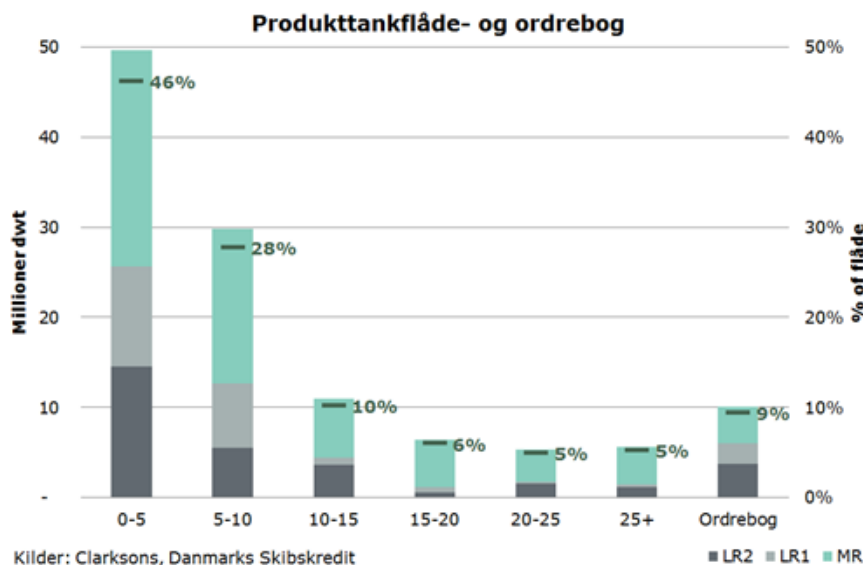
Nedenstående graf viser flåden og ordrebogen for produkttank pr. 1. januar 2012. Den totale flåde er på cirka 2.100 skibe med en samlet størrelse på 110 mio. dwt. Målt i dwt dominerer MR med 56 % af flåden og mere end halvdelen af ordrebogen. Derudover er flåden forholdsvis ung, idet 74 % af flåden har en alder på under 10 år. Ordrebogen er på 10 mio. dwt (160 skibe) svarende til 9 % af flåden.⁶⁰

⁵⁸ www.skibskredit.dk – Efterspørgsel og de største ruter

⁵⁹ Se bilag 2 for uddybning af de enkelte segmenter af tankskibe

⁶⁰ www.skibskredit.dk - Flåden

Figur 17: Verdens tankflåde og ordrebog pr. 1. januar 2012



Kilde: Danmarks Skibskredit

Produkttankmarkedet har også været gennem en hård tid med faldende fragtrater. Den økonomiske krise og finanskrisen har selvfølgelig også påvirket produkttankmarkedet. Årene op til finanskrisen var ligesom tørlastmarkedet præget af optimisme. Efterspørgslen efter blandt andet råolie steg og det betød, at fragtraterne også steg, som følge af den øgede efterspørgsel efter tonnage og den langsomme tilpasning af udbuddet af tonnage.

3.1.2.1 Udbuddet af tonnage

Det afgørende for udbuddet af tonnage på produkttankmarkedet er ligesom for tørlastmarkedet den nuværende flåde og ordrebog samt skrotningspotentialer, der ligger på produkttankmarkedet.

Ifølge Danmarks Skibskredit blev nettoflåden i 2011 udvidet med 4 %, da 6,3 mio. dwt blev leveret og 1,8 mio. dwt forlod markedet. Kun 40 % af de faktiske leveringer i 2011 blev leveret, idet rederierne udskyder eller helt annullerer ordrerne. Skrotning af skibe faldt i 2011, idet flåden er relativ ung. Fx er 91 % af LR1 skibene yngre end 10 år. Normalt er skibene modne til skrotning, når de er ældre end 20 år.⁶¹

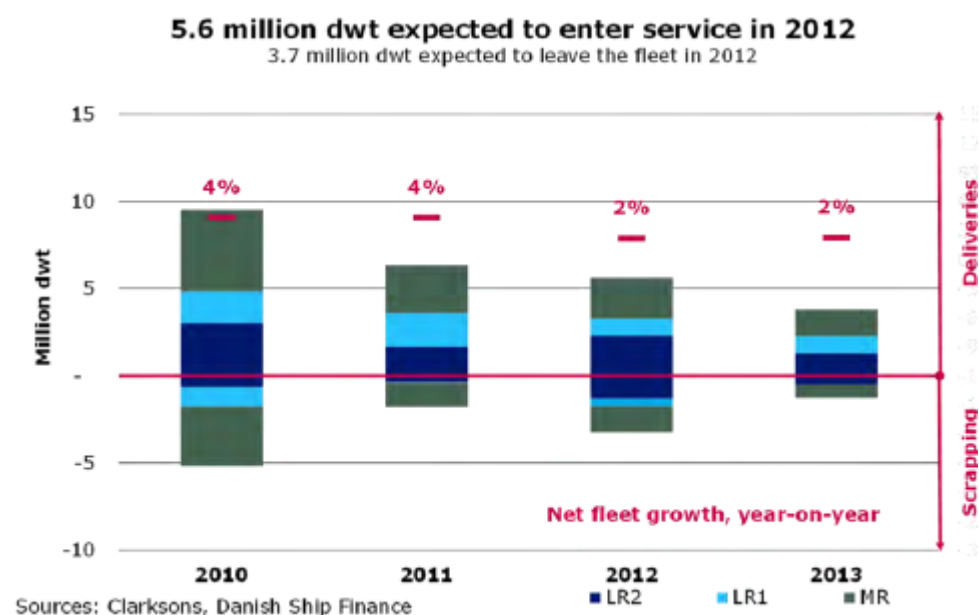
Hvis der ses lidt frem forventer Danmarks Skibskredit en stigning i nettoflåden på 2 % i 2012 og 2013. Derudover er ordrebogen omkring 9-10 % af flåden, hvilket ikke er meget i forhold til tørlastmarkedet. Faktisk er det første gang siden 2005, at ordrebogen er faldende. I 2012 forventes det således, at nettoflåden vil stige med 1,9 dwt, hvor annulleringer og udskydelser af ordrer

⁶¹ Shipping Market Review side 30-38

dæmper stigning i nettoflåden.⁶² Den lille ordrebog skal findes i de svære markedsvilkår der gælder for rederierne samt bankernes tilbageholdenhed med at finansiere nye skibe.⁶³

Nedenstående figur viser udviklingen i nettoflåden fra 2010 til 2013. Som det ses forventes nettoflåden at vokse mindre og mindre i takt med at rederierne tilpasser deres tonnage.

Figur 18: Udvikling i nettoflåden



Kilde: Danmarks Skibskredit

Dette billede er kun gældende, hvis der ikke registreres nye kontrakter til levering. Det forventes derfor, at produkttankmarkedet vil forblive lav i år, selvom overudbuddet fra de forrige år er ved at tilpasse sig det nuværende marked. Dog ser det bedre ud for produkttankmarkedet end for tørlastmarkedet de kommende år. D/S Norden skriver selv i deres årsrapport for 2011, at 2012 vil forbedre sig en smule, men det vil stadig være et udfordrende år pga. overudbud af tonnage⁶⁴.

3.1.2.2 Efterspørgslen efter tonnage

Efterspørgslen efter tonnage steg i 2011 med 5 %, hvilket skyldes en stigende efterspørgsel fra Asien, Sydamerika og Europa. Dog blev efterspørgslen efter olie trukket ned af USA, som oplevede en tilbagegang i efterspørgslen. USA brugte eksempelvis mindre benzin idet amerikanerne køber flere biler, som forbruger mindre brændstof. Den globale efterspørgsel efter

⁶² Shipping Market Review side 30-38

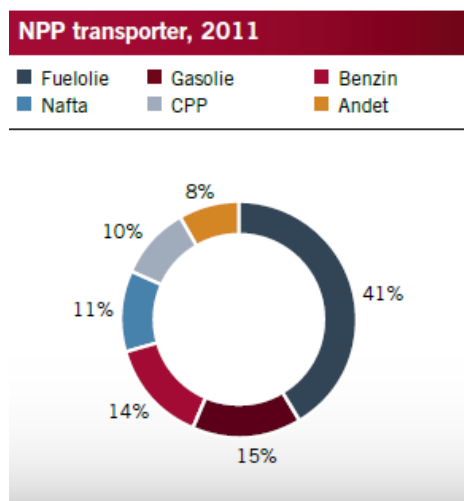
⁶³ D/S Nordens årsrapport 2011 side 27

⁶⁴ D/S Nordens årsrapport 2011 side 27

olie steg i 2011 med 1,5 %, mens markedet for transport af raffinerede olieprodukter generelt steg med 2,9 %.⁶⁵

Nedenstående figur viser D/S Nordens Norient Product Pools transporter af tankprodukter i 2011. Den største transport i 2011 var fuelolie med 41 %.

Figur 19: NPP transporter i 2011



Kilde: D/S Norden

Den største stigning i transporterne af raffinerede olieprodukter var på ruterne i Asien, hvor væksten var 7,4 %. Væksten blev drevet af Kina og i perioder Japan, hvor dele af raffinaderierne i perioder var sat ud af drift efter tsunamien i marts, hvorfor Japan måtte importere flere raffinerede produkter. Derimod var der på de transatlantiske ruter kun en vækst på 1,5 % mod 12,2 % i 2010. Efterspørgslen i OECD landene blev generelt trykket af Europas gældskrise og i USA af svag økonomisk vækst og beskeden efterspørgsel efter benzin. Efterspørgslen efter raffinerede olieprodukter faldt i USA og Europa med 2-3 % over et år.⁶⁶

Strukturelle forhold i de europæiske og nordamerikanske raffinaderisektorer udviklede sig som ventet, idet der i OECD området blev planlagt lukning af raffinaderier. Det vil være positivt for efterspørgslen, da produktionen skal erstattes med eksport fra Mellemøsten og Asien. Ifølge Danmarks Skibskredit vil flere raffinaderier lukke de kommende år i USA's vestkyst. Lukningen af disse raffinaderier vil tage ca. 30 % af kapaciteten ud af markedet, og da benzinforbruget forventes at falde mindre end det, vil det andet lige, betyde at USA skal importere mere. Dette kan komme Europa og måske Asien til gode. Dog er der nogle risici, idet det afhænger af udvikling i USA's

⁶⁵ D/S Nordens årsrapport 2011 side 26 og Shipping Market Review side 33 og 38.

⁶⁶ D/S Nordens årsrapport 2011 side 26-27 og Shipping Market Review side 37-38.

benzinforbrug, som i 2012 forventes at falde. Som nævnt i starten af afsnittet bruger amerikanerne mindre benzin, idet de kører i biler, som er mere brændstofeffektive.⁶⁷

For 2012 forventer Danmarks Skibskredit og RS Platou en stigning i efterspørgslen på 4-5 % i 2012. Dette er nogenlunde samme niveau som 2011, men som nævnt i afsnittet omkring udbuddet af tonnage forventes en stigning på 2 % i nettoflåden i 2012. Det vil betyde, at markedsforholdene vil blive bedre i 2012 forudsat, at nye leveringer bliver holdt på et minimum.⁶⁸

Som nævnt forventes kapaciteten at blive reduceret i Europa og Nordamerika, mens udvidelserne sker uden for OECD. Dermed vokser transporterne af ruter fra Mellemøsten og Asien til Europa og Nordamerika, og det vil alt andet lige, bidrage positivt til efterspørgslen, da produkterne nu skal transporteres længere. Den globale efterspørgsel efter raffinerede produkter forventes at blive drevet af Asien, især Kina og Indien. Det forventes fx, at Kina udvider deres petrokemiske industri og derfor vil efterspørgslen efter nafta stige. I 2011 hentede D/S Nordens pool ca. 11 % af deres transporter i nafta jf. figur 17. Ligeledes antager man, at Kinas og Indiens efterspørgsel efter benzin og diesel vil fortsætte, idet bilsalget er voksende i de to lande.⁶⁹ En trussel herpå for produkttankskibsmarkedet vil være en øget uro og ustabilitet i de olieproducerende regioner som fx Mellemøsten. En øget ustabilitet kan betyde et mindre behov for produkttankskibe.

3.1.3 Delkonklusion shippingbranchen (tørlast- og tankmarkedet)

Udbud- og efterspørgsels situationen på tørlastmarkedet antyder, at nettoflåden vil vokse hurtigere end efterspørgslen efter tonnage, hvilket må betyde en forværring af tørlastmarkedet. Det vil med stor sandsynlighed betyde lave fragtrater et stykke tid endnu. Selvom efterspørgslen i de kommende år er fornuftige, er det store problem overudbuddet af tonnage. De lave fragtrater vil presse yderligere tonnage ud af markedet de kommende år, hvor 2012 vil blive et svært år. Fra 2013 ser det ud til at markedet vil rette sig en smule, hvor der kan være håb om stigende fragtrater.

Produkttankmarkedet forventes at forblive lav i 2012, selvom overudbuddet fra de foregående år er ved at forlade markedet. Men fra 2013 og fremad kan der godt ske en gradvis forbedring af produkttankmarkedet, hvis ordrebogen forbliver lille de kommende år. På efterspørgselssiden ser det positivt ud, idet raffinaderier lukker de kommende år i Nordamerika, hvilket vil betyde en større transport mellem regionerne. Ligeledes vil Kinas og Indiens vedvarende efterspørgsel efter benzin og diesel supportere en stigende transport til regionen. Dog må det forventes, at fragtraterne forbliver lidt lave endnu, idet overudbuddet skal absorberes fra markedet, men et glimt af lyset, er til at se, de kommende år på produkttankmarkedet i forhold til tørlastmarkedet.

⁶⁷ D/S Nordens årsrapport 2011 side 26-27 og Shipping Market Review side 37-38

⁶⁸ Shipping Market Review side 36 og The Platou Report side 20.

⁶⁹ D/S Nordens årsrapport 2011 side 27 og Shipping Market Review side 37-38

3.2 PESTEL analyse

PESTEL analysen opdeler de makroøkonomiske faktorer op i fem dele; politik og lovgivning, økonomi, sociale og kulturelle forhold og teknologi og miljø.⁷⁰

3.2.1 Politik og lovgivning

D/S Norden opererer på de internationale farvande, og de vil derfor blive påvirket af nationale og internationale politiske reguleringer. Der er flere områder, hvor politikerne er med til at sætte en dagsorden. Det er blandt andet den globale frihandel og liberalisering, den seneste tids pirateri og den nationale tonnageskat. Ligeledes er der også større og større fokus på miljøet og klimaet, men dette vil blive gennemgået særskilt som det sidste afsnit i PESTEL analysen.⁷¹

3.2.1.1 Frihandel og liberalisering af søtransport

De internationale organisationer som EU, OECD, WTO og FN, som Danmark alle er medlem af, arbejder for frihandel og liberalisering. Globaliseringen er især gældende for rederibranchen. Som nævnt i analysen af shippingbranchen, stod de danske rederier i november 2011 for 3 % af verdenstonnagen, hvor 5 % af verdenstonnagen kontrolleres fra Danmark. Derudover transporterer de danske rederier omkring 10 % af verdenshandelen. Tal fra Danmarks Rederiforening viser også, at omkring 20 pct. af rederiernes omsætning stammer fra sejlads til og fra Europa. Resten af handelen foregår på verdenshavene med USA, Kina og Japan som de største markeder.⁷²

Politisk uro har altid eksisteret og dette har selvfølgelig truet den internationale søfart. Eksempel har Suezkanalen gentagne gange blev truet med at blive lukket for søtransport og i seks dages krigen i 1967, blev den da også lukket fra 1967-1975. For nylig har Iran fx truet med at lukke Hormuz-strædet, som forbinder den persiske bugt mod sydvest og Omanbugten med adgang til de arabiske have mod sydøst.

Episoder som disse er svære at undgå, men overordnet set, er rammerne internationalt blevet forbedret. Derfor er det vigtigt, at Danmark bruger sin rolle som medlem, af de nævnte organisationer, til at påvirke den internationale politik, for at skabe bedre rammevilkår for den danske shippingindustri.

Danmark har gjort en god indsats for at hjælpe den danske shippingindustri internationalt. Et godt samspil mellem myndigheder, regeringer og rederier har skabt en solid platform for Danmarks internationale indsats for at fastholde gode frihandelsvilkår. I 2007 overtog Danmark

⁷⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 82-83

⁷¹ www.shipowners.dk – Klima og miljø

⁷² www.shipowners.dk – Politik – Skibsfartspolitik

(Søfartsstyrelsen) formandskabet for det vigtige skibsfartspolitiske samarbejde CSG (Consultative Shipping Group), efter at Storbritannien har haft formandskabet siden starten af 1960'erne.⁷³

3.2.1.2 Pirateri

Pirateri er blevet et voksende problem for skibsbranchen, efter pirateriet har taget til i Adenbugten og farvande omkring Somalias kyst. I de senere par år har mediedækningen også været stor, da danske skibe og besætninger er blevet holdt gidsler i længere tid. Det har desværre i nogle tilfælde kostet menneskeliv.

Dette kan også mærkes af D/S Norden, som har oplevet stigende omkostninger til piratbekæmpelse. D/S Norden skriver ligeledes i deres årsrapport for 2011, at antallet af kapringer i 2011 næsten er halveret i Adenbugten, Rødehavet, Det Arabiske hav og Det Indiske Ocean, men desværre er angrebene fra somaliske pirater på uændret høj plan og samtidig vokser pirateriet andre steder. Det har betydet, at flere og flere rederier benytter sig af bevæbnede vagter om bord på skibene, for at beskytte besætningen. D/S Norden bruger bevæbnede vagter, som sker ved en risikovurdering på hver enkel rejse.⁷⁴

Danmarks Rederiforening har sammen med myndigheder som Søfartsstyrelsen, Udenrigsministeriet, Forsvarsministeriet og Politiets Efterretningstjeneste vejledt rederierne. Ligeledes har man betjent sig af private sikkerhedsfirmaer til at rådgive om krisestyring, uddannelse og andre initiativer til modvirkning af piratoverfald.⁷⁵

3.2.1.3 Tonnageskat

I 2001 indførte Folketinget tonnageskatteordningen, hvilket betyder et relativt lavt skatteniveau baseret på den totale tonnage et rederi har. Tonnageskatteordningen ligner de skatteordninger, der allerede er indført i Holland, Storbritannien, Tyskland m.fl. og derfor er ordningen meget konkurrencedygtig. Det betyder, at rederiernes normale skattepligtige indkomst erstattes af en fiktivt beregnet indkomst på baggrund af deres tonnage. Tonnageskat betales således uanset indkomsten og uanset om rederiet har overskud eller ej.⁷⁶

D/S Norden har siden 1. januar 2001 benyttet sig af tonnageskatteordningen og i 2011 besluttede de sig for, at forlænge aftalen for yderligere 10 år.⁷⁷

⁷³ www.shipowners.dk – Politik – International skibsfartspolitik

⁷⁴ D/S Nordens årsrapport 2011 side 16 og 41-42

⁷⁵ www.shipowners.dk – Politik – Terror og pirateri

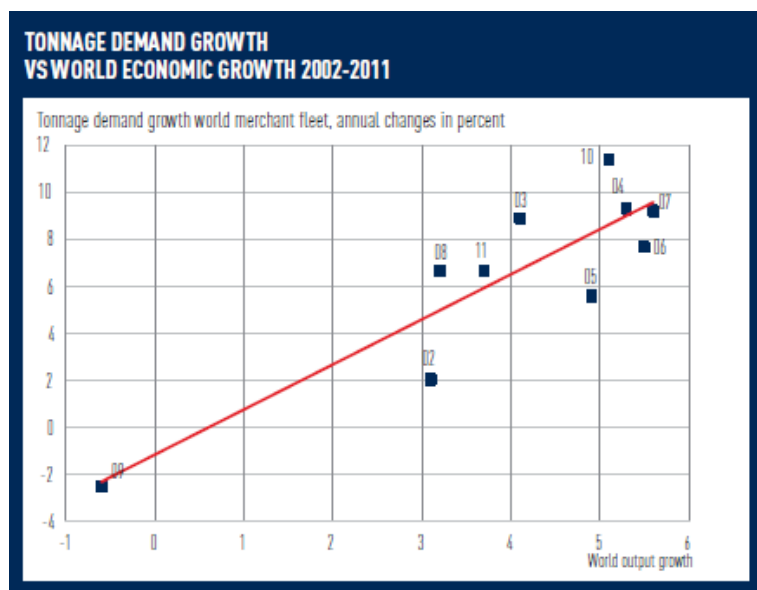
⁷⁶ www.shipowners.dk – Politik – Tonnageskat

⁷⁷ D/S Nordens årsrapport 2011 side 57

3.2.2 Økonomi

Som nævnt i indledningen er shippingbranchen meget konjunkturfølsom, idet ca. 90 % af verdenshandelen bliver transporteret af den internationale shippingindustri. Det betyder, at en nedgang i verdensøkonomien uden tvivl vil påvirke shippingindustrien. Efterspørgslen efter tonnage har derfor en høj positiv korrelation med BNP. Det vises af nedenstående figur.

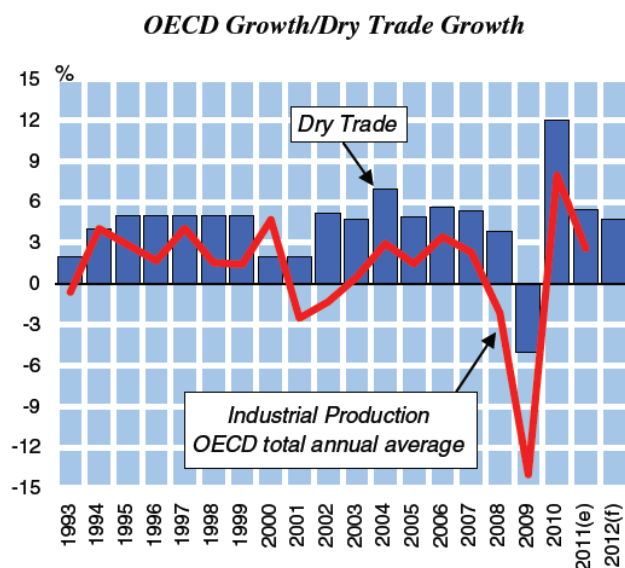
Figur 20: Efterspørgslen efter tonnage versus BNP



Kilde: RS Platou

Det kan ligeledes vises for tørlastmarkedet, hvor D/S Norden som sagt har 85 % af sin omsætning. Den viser en tydelig sammenhæng mellem OECD's vækstrate og væksten på tørlastmarkedet.

Figur 21: OECD's vækstrate versus vækstraten på tørlastmarkedet



Kilde: Clarkson

For skibsfarten betyder det gode tider, når der er vækst i verdensøkonomien, mens tilbagegang i økonomien vil have en negativ indvirkning på efterspørgsel efter tonnage. Da udbuddet tilpasser sig langsomt efterspørgslen betyder det faldende fragtrater.

Verdensøkonomien i 2012 forventes at være påvirket af afmatningen, der igen ramte verdensøkonomien i sidste halvdel af 2011. Året har dog startet godt for aktiemarkederne på baggrund af gode nøgletal fra blandt andet den amerikanske økonomi. Der er stadig stor usikkerhed, især i Europa som tynges af de sydeuropæiske landes økonomier. IMF har i sin seneste prognose fra januar i år sænket sine forventninger til 2012 og ser nu en global økonomisk vækst på 3,3 % mod 3,8 % i 2011. For 2013 forventer IMF en stigning på 3,9 %. OECD har en vækstrate på 3,4 % i 2012 og 4,3 % i 2013. Afmatningen skyldes primært gældskrisen i EU og de globale effekter af dette. Men ligeledes skyldes det også de pengepolitiske stramninger i flere udviklingslande samt en svagere underliggende vækst i økonomierne.⁷⁸ Den svenske bank Nordea ser en stigning i verdensøkonomien på 2,8 % i 2012 og 3,4 % i 2013.⁷⁹

Det er dog værd at bemærke, at væksten i Kina og Indien, hvor D/S Norden som sagt har 25 % af sin tørlastforretning, ifølge IMF vil ligge på henholdsvis 8,2 % og 7 % i 2012. I 2013 forventes det at lande på henholdsvis 8,8 % og 7,3 %.⁸⁰ Nordea forventer en vækst i Kina og Indien på henholdsvis 8 % og 6,7 % i 2012 og 8,3 % og 7,8 % i 2013.⁸¹

I takt med den globale afmatning forventer IMF, at væksten i verdenshandlen målt i volumen vil falde med ca. 3 % point til 3,8 % i 2012. Det er 40 % under 20 års gennemsnittet på 6,2 % vækst. For 2013 forventer IMF, at verdenshandlen målt i volumen vil stige til 5,4 %, hvilket er positivt for tonnageefterspørgslen. OECD er dog lidt mere positive idet de forventer en vækst i verdenshandlen på 4,8 % i 2012 og 7,1 % i 2013.⁸²

Selvom vækstraterne for globalt BNP og verdenshandlen således er reduceret en del, er der fortsat store usikkerheder. Særligt i EU området er der risiko for, at gældskrisen kan eskalere, som følge af manglende politisk håndtering. Men også i en række udviklingslande indebærer et fortsat højt inflationspres, at der kan blive behov for yderligere pengepolitiske stramninger. Omvendt er der også tegn på bedring på i USA, som følge af stadig positive tal for privatforbruget samt en bedring i det amerikanske bolig- og arbejdsmarked, hvilket kan give verdensøkonomien et positivt

⁷⁸ IMF – World Economic Outlook og OECD – General assessment of the macroeconomic situation.

⁷⁹ Nordea – Økonomisk Perspektiv

⁸⁰ IMF – World Economic Outlook

⁸¹ Nordea – Økonomisk Perspektiv

⁸² IMF – World Economic Outlook, OECD – General assessment of the macroeconomic situation og D/S Nordens årsrapport 2011 side 8-9

skub. Samtidig vil pengepolitiske lempelser i Kina kunne reducere noget af den økonomiske modvind, der ramte verden i 2011.

3.2.2.1 Kinas betydning

Kina har været den største drivkraft bag efterspørgslen efter tonnage de sidste mange år. Værdien af Kinas import og eksport var i 2010 fem gange større end i 2001, hvor Kina blev medlem af WTO. Landet er nu verdens største eksportør og næststørste importør. Samtidig er den kinesiske økonomi vokset fra at være verdens syvendestørste til nu kun at være overgået af den amerikanske økonomi, og Kinas BNP pr. indbygger er øget fra 4.500 kr. til mere end 22.000 kroner.⁸³

Som nævnt i analysen af tørlastmarkedet sidder Kina på næsten 40 % af importen i dette marked, hvorfor væksten og importen i Kina er altafgørende for tørlastmarkedets fremtid. Udover Kina udgør lande som Indien, USA, Italien og England D/S Nordens største importmarkeder⁸⁴.

D/S Norden mest transporterede råvarer er kul, som tegnede sig for 45 % af den samlede tørlasttransport. Kinas betydning inden for kul er stigende, da deres import som nævnt sidste år steg 11 %, hvor det forventes at stige 8-9 % i år. I forvejen har Kina en stor betydning inden for jernmalm, hvor de som tidligere nævnt stod for 60 % af handlen i verdenen. Ligeledes er Kina den største stålproducent, hvor blandt andet jernmalm og kul er råstoffer, som indgår i stålproduktionen.

Kina har modsat mange andre lande ikke været ramt af finanskrisen og den nuværende økonomiske krise i samme grad, og dette har haft særdeles positiv betydning for tørlastmarkedet. Som nævnt er Kinas eksport og import vokset kraftigt siden optagelse i WTO. Aftagerne til de kinesiske varer, har primært været amerikanske forbrugere, som har betydet et stort handelsunderskud over for Kina.⁸⁵

Den kraftige vækst i Kina har betydet at efterspørgslen efter råvarer er steget ret kraftigt fra det 21. århundrede. Kinas store indtog er på tørlastmarkedet, hvor især jernmal og kul som nævnt tidligere i opgaven er en af de råvarer der importeres mest. Men også efterspørgslen efter fossile brændstoffer er vokset, da kinesernes velstand er steget kraftigt. Dette får blandt flere og flere kinesere til at købe biler, som kræver brændstof.

3.2.3 Sociale og kulturelle forhold

Over de kommende 40 år forventes en stadig stigende befolkningstilvækst i verden. Tilvæksten forventes at blive 2 milliarder mennesker. Det er dog ikke alle kontinenter, der vil opleve en

⁸³ www.information.dk - Kinas store sats gav økonomisk gevinst

⁸⁴ D/S Nordens årsrapport 2011 side 19-20

⁸⁵ www.information.dk - Kinas store sats gav økonomisk gevinst

stigning. I Europa forventes der et fald i befolkningstilvæksten, mens især der i Afrika forventes en stigning i befolkningstilvæksten efterfulgt af Asien.⁸⁶ Tilvæksten her vil betyde et øget forbrug, og dette vil medføre en stigende efterspørgsel efter skibstransport. Med en stigende befolkningstilvækst i Afrika og Asien kan der også forventes ændringer i den globale samhandel med større import til disse kontinenter.

Hertil skal også lægges udviklingen i mindre velstående lande, hvor udviklingen går fra at have en stor fattig befolkning, til at middelklassen vokser og dermed får råd og mulighed for at sætte privatforbruget op. Den økonomiske udvikling i fattige lande er dermed vigtig for den fortsatte vækst og behovet for transport af råvarer.

3.2.4 Teknologi og miljø

Teknologisk udvikling har haft en stor indvirkning på shippingbranchen. Kravene til bedre miljømæssig transport bliver større og større og sammen med de stigende oliepriser har branchen herunder D/S Norden fokus på at købe og indchartre miljøvenlige og energieffektive skibe og dermed drage nytte af den teknologiske udvikling i branchen.⁸⁷

Miljø fylder mere og mere i den internationale debat. Danmark har fx stået i spidsen for COP15, som er en klimakonference under FN's Klimakonvention. Debatten vil selvfølgelig påvirke rederibranchen, som bidrager med ca. 4 % af den globale CO2 udledning. Skibsfarten giver dermed et betydeligt bidrag til den globale opvarmning. Dog er skibsfarten den mest miljøvenlige transportform, hvis man ser på CO2 udledning pr. transporteret enhed pr. meter. Alt dette skal også ses i den sammenhæng, at omkring 90 % af den globale varetransport sker via skibsfart.⁸⁸

En vigtig organisation indenfor søfarten på miljøområdet er FN's søfartsorganisation IMO. Organisationens primære opgave er sikkerheden inden for shipping og forebyggelsen af forureningskatastrofer som resultat af søfarten. Derudover udarbejdes der en række regulativer, som fx større ansvar i tilfælde af forurening. Dette skal øge incitamentet hos det enkelte rederi, til at have en sikker flåde. Organisationen udarbejder løbende nye regulativer til forebyggende formål for at beskytte miljøet.⁸⁹

Dette giver shippingbranchen ekstra omkostninger, men virksomhederne i dag, kommer nok ikke uden om skrapere krav. Debatten om klima og miljø fylder meget i den politiske dagsorden. Bekymringen er dog, at nye kommende krav vil pålægge rederierne så store omkostninger, at man

⁸⁶ World Population Prospects

⁸⁷ www.ds-norden.com - Safety & Quality at Sea

⁸⁸ <http://www.shipowners.dk> – Politik, miljø og klima

⁸⁹ www.imo.org

bliver nødsaget til at hæve fragtraterne. Det kan fx betyde, at kunderne finder andre alternative transportmidler.

3.2.5 Delkonklusion PESTEL

Shippingindustrien er meget konjunkturfølsom, hvor global økonomisk vækst og samhandel er afgørende økonomiske faktorer. Dette hænger sammen med, at 90 % af verdenshandel foregår gennem shipping. I øjeblikket er væksten i verdensøkonomien blevet nedjusteret af blandt andet IMF, men det positive er, at Kina og Indien stadig forventes at have høje vækstrater de kommende år. Befolkningstilvæksten i Asien og Afrika over de kommende årti, taler for en stadig stigende skibstransport mellem kontinenterne.

Branchen er i høj grad afhængig af politisk afgørelser i forhold til samhandel og lovmæssige reguleringer. Samtidig vil miljømæssige faktorer få stadig større betydning for branchen både i form af reguleringer og af den teknologiske udvikling. Den danske tonnageskat bidrager positivt til, at danske rederier kan være konkurrencedygtige internationalt, mens pirateri stadig er et stort problem for branchen.

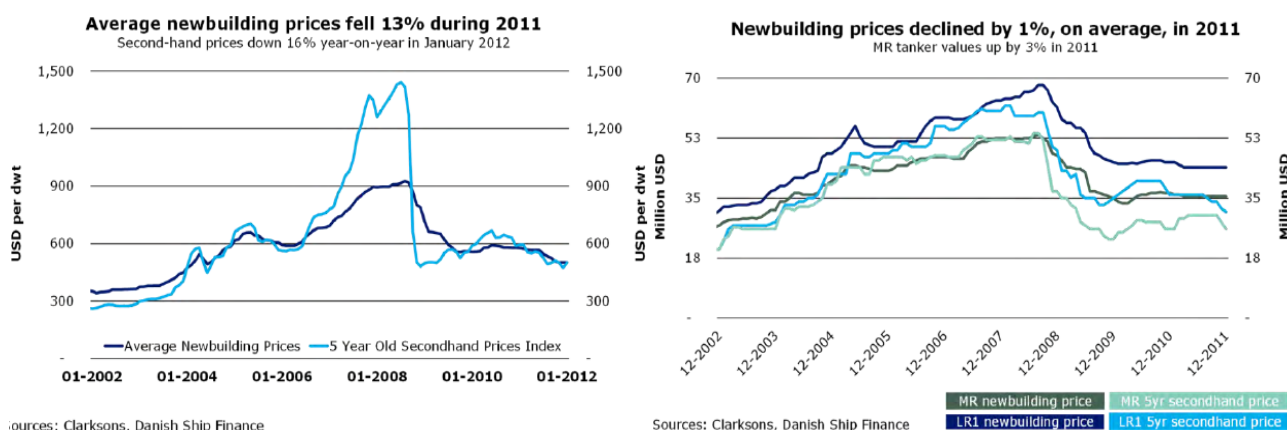
3.3 Porter Five Forces

I Porter Five Forces modellen er der tale om fem kræfter, som er bestemmende for en branches indtjeningsmuligheder. Disse er adgangsbarriere i branchen for nye potentielle konkurrenter, leverandørers forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke, mulige produktsubstitutter samt konkurrenceintensiteten i branchen.

3.3.1 Kapitalberedskab og finansiering (Adgangsbarrierer)

Hvis et nyt rederi ønsker at etablere sig på tørlast- eller tankmarkedet, kræves der et højt kapitalberedskab til investeringer i skibe. Dette i sig selv udgør en betydelig adgangsbarriere. Den største kapitalmæssige investering, der skal foretages i forbindelse med drift af en rederivirksomhed, må være investering i en skibsflåde. En skibsflåde er en stor investering, og skaber visse adgangsbarrierer for nye aktører. Siden krisen er prisen på nybygninger⁹⁰ og brugte skibe generelt faldet i både i tørlast- og tankmarkedet. Nedenstående figur viser prisudviklingen på nye skibe for både tørlast og produkttank.

Figur 22: Prisudviklingen på nye skibe for tørlast og produkttank



Kilde: Danmarks Skibskredit

Det må alt andet betyde lettere adgang for nye aktører sammenlignet med årene før, når der udelukkende tages udgangspunkt i nybygningspriserne for skibe. Fremmedfinansiering er til gengæld noget helt andet.

I de nuværende markeder er fremmedfinansiering i en tid med faldende aktivpriser, overkapacitet på markederne og faldende fragtrater sværere at opnå for både nye og eksisterende aktører. Kreditgiverne oplever større tab på deres udlån og strengere kapitalkrav fra myndighederne. Dette må alt andet lige, hæmme kreditgivningen hos bankerne. D/S Norden skriver også i sin årsrapport for 2011, at shippingbanker i øjeblikket reducerer deres eksponering mod shippingsektoren, og

⁹⁰ Mere om nybygningspriser i afsnit 3.3.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke.

dette gør, at udbuddet af lånekapital i sektoren vil være begrænset⁹¹. Dette kan skabe en positiv effekt på størrelsen af den fremadrettede ordrebog i form af annulleringer af nybygget tonnage.

Alternativet til at investere i en skibsflåde, er at indbefragte dem. Det er der, hvor der aftales udlejning af et skib for en kortere eller længere periode med eller uden en købsoption. Det er muligt at udarbejde en kontrakt med den indbefragtede skib efter den enkelte aktørs behov. Indbefragtning af skibe, hvor skibene således lejes, kan udgøre en trussel, idet indbefragtning ikke kræver et lige så stor kapitalberedskab i modsætning til køb af skibe. Som nævnt i *afsnit 2 Præsentationen af D/S Norden* benytter D/S Norden sig også af indbefragtede skibe i kortere og længere perioder.

3.3.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Branchen har en lang række leverandører som servicerer og handler med rederierne i større og mindre grad. De væsentlige vurderes til at være leverandører af skibe og bunkerolie.

3.3.2.1 Skibsværfter

I dag bliver størstedelen af alle handelsskibe bygget i Fjernøsten, hvor Kina og Sydkorea er i top blandt skibsbyggende nationer. I de sidste fem år har Japans, Sydkoreas og Kinas samlede andel af totale kontraheringer og leveringer i gennemsnit ligget på over 90 %.⁹²

Hovedforklaringen til den høje vægtning mod asiatiske lande skal blandt andet findes i andelen af de samlede byggeomkostninger, som går til arbejdskraften. Jo mere arbejdskraftintensiv produktionen er, desto mere betyder det, at lønningerne og andre relaterede omkostninger er lave. På det område har de fjernøstlige lande haft en komparativ fordel i forhold til de vestlige lande over en lang årrække. Dette har blandt andet medvirket til, at de fjernøstlige skibsværfter har øget deres markedsandel lige siden Anden Verdenskrig.⁹³

Den økonomiske krise blev synlig, da efterspørgsel efter skibe faldt betragteligt. I visse markeder var faldende større end andre. Især tørlastmarkedet er hårdt ramt, som nævnt i *afsnit 3.1.1 Tørlastmarkedet*. Det betyder, at skibsværfterne er hårdt ramt for tiden, hvilket betyder, at priserne for nye skibe er under pres, som også blev illustreret i *afsnit 3.3.1 Kapitalberedskab og finansiering*.

Ifølge Danmarks Skibskredit faldt de gennemsnitlige nybyggede skibspriser med 10 % i 2011 og er nu 40 % under 2008 niveauet, som er der, hvor priserne toppede. Grunden til, at priserne ikke er faldet mere, skyldes de høje stålpriser, som bruges i produktion af skibe, har været en form for

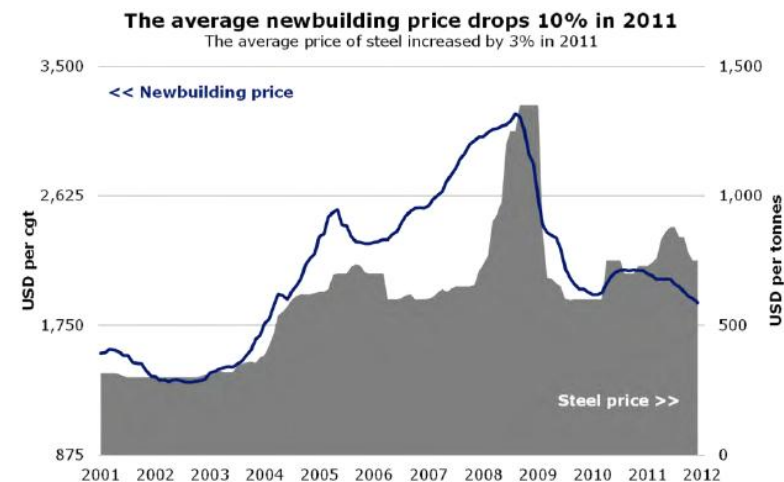
⁹¹ D/S Nordens årsrapport 2011 side 7

⁹² www.skibskredit.dk – Skibsbygning

⁹³ www.skibskredit.dk – Skibsbygning

skjold mod yderligere fald i priserne.⁹⁴ Nedenstående figur viser den tætte relation mellem de gennemsnitlige nybygningspriser og stålpriser.

Figur 23: Udvikling i skibspriser og stålpriser



Sources: Clarksons, Danish Ship Finance

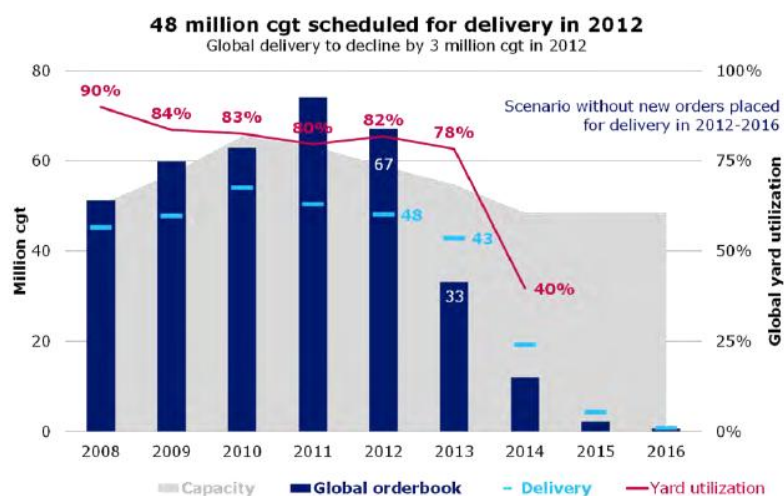
Kilde: Danmarks Skibskredit

Ifølge Danmarks Skibskredit blev der således blot leveret 68 % ud af den samlede tonnage bestilt til levering i 2011. Den manglende levering skyldes primært annulleringer og udskydelser af ordre fra rederierne. Ordrebogen forventes også reduceret ret kraftig de kommende år. De pressede fragtrater og bankernes tilbageholdenhed med finansiering gør, at ordrebogen er faldende. I 2013 forventes ordrebogen næsten halveret i forhold til 2012.⁹⁵ Nedenstående figur viser blandt andet forventningen til ordrebogen de kommende år og den aktuelle levering af nye skibe.

⁹⁴ Shipping Market Review side 3

⁹⁵ Shipping Market Review side 8

Figur 24: Forventet ordrebog



Kilde: Danmarks Skibskredit

For at skibspriserne skal stabiliseres skal der enten leveres flere ordre eller også skal der reduceres i værftskapaciteten. Nye ordrer vil der ikke være mange af inden for kort tid, hvorfor der vil komme et yderligere pres på værftskapaciteten den kommende tid.

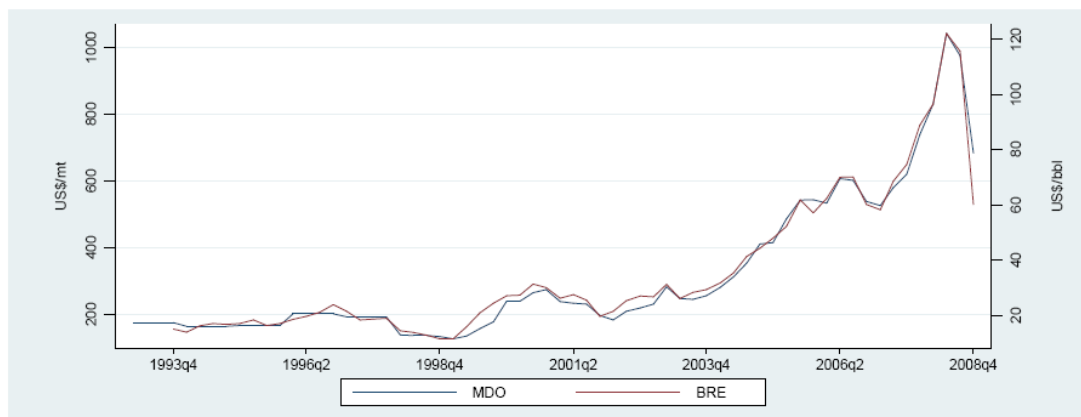
Leverandørernes forhandlingsstyrke må derfor vurderes at være faldende i kraft af rederiernes annulleringer, manglende nye bestillinger på skibe, høj værftskapacitet og antageligvis forventningen til overskudstonnage de kommende år.

3.3.2.2 Bunkerolie

Noget af det vigtigste for den daglige drift for rederierne er bunkerolie. Bunkerolie er et særligt biprodukt der dannes når råolien raffineres. Uden bunkerolie ville skibene ikke kunne sejle. Bunkerolie er den største variable omkostning til søs for rederierne.⁹⁶

Prisen på bunkers minder meget om benzin til biler, dvs. at den afhænger meget af den generelle oliepris. Prisen på bunker følger markedet og er høj korreleret med udviklingen af råolieprisen. Nedenstående figur illustrerer dette. Figuren viser prisudviklingen på bunker og Brent Crude råolie fra 1993 til 2008.

⁹⁶ www.maritimedanmark.dk – Norden satser på right steaming

Figur 25: Prisudvikling for bunker og Brent Crude råolie**Figure 1. Brent crude oil prices and bunker prices (Marine Diesel Oil)**

BRE: Brent crude oil prices, Datastream. MDO: Marine Diesel Oil, expressed as an average across the five ports of Rotterdam, Singapore, Tokyo, Los Angeles and Houston.

Kilde: UNCTAD sekretariat

Olieprisen er meget skrøbelig for påvirkninger af udbuddet. Det har senest krigen i Libyen og trusler fra Iran fx vist jf. *afsnit 3.2.1 Politik og lovgivning*. Hvis den høje efterspørgsel fortsætter kan det frygtes, at olieprisen vil fortsætte med at stige. Nordea har i deres rapport Økonomisk Perspektiv for marts 2012 nedenstående estimater om udviklingen i Brent olien for 2012 og 2013, hvilket kan indikere stigende oliepriser de kommende år.

Figur 26: Nordeas estimater for olieprisen

Oil price forecasts Brent – baseline (USD/barrel)

	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
2011	106	115	112	110	111
2012E	118	123	126	127	124
2013E	127	128	129	130	129

Kilde: Nordea

I og med, at prisen på bunkers følger den generelle oliepris meget tæt, er der hverken den store styrke hos leverandøren eller rederiet. De er begge afhængige af prisen på råolie.

Shippingselskaber har dog mulighed for at fjerne noget af den finansielle risiko, der er forbundet med eventuelle prisstigninger på brændstof ved at sikre prisen på bunker for kendte perioder. Der kan således indgås leveringskontrakter, som på aftaletidspunkt fastsætter en aftalt mængde til en aftalt pris. Rederierne har således mulighed for at sikre deres omkostninger, hvis de finder prisen lav og derved ønsker at låse sig fast for en længere periode. Afdækningen kan for det meste ske

via det frie marked, hvor der løbende handles kontakter. De fleste shippingselskaber, inkl. Norden, indgår disse kontrakter.⁹⁷

3.3.3 Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke er meget afhængig af om markedet har over- eller underkapacitet af tonnage. Fragtrater og spotpris bliver forhandlet og prisfastsat efter udbud og efterspørgsel på den pågældende rute.

Som tidligere beskrevet så er markederne meget afhænger af den globale aktivitet. Dette betyder, at kundernes forhandlingsstyrke afhænger af markedsvilkårene. Det betyder, at der i perioder med god vækst og øget handel vil være større efterspørgsel efter flere skibe, hvilket kan betyde, at der i perioder ikke er tilstrækkelig skibe i drift. Dette kan medføre, at raterne stiger og dermed bliver dyrere for kunderne at få transporteret deres varer. Denne situation svækker kundernes forhandlingsstyrke. Det modsatte er tilfældet i perioder med lav eller negativ vækst. Her vil der være en tendens til overkapacitet af skibe, som ikke tilpasser sig markedsforholdene med det samme. Det betyder lavere fragtrater og rederierne har samtidig svært ved at få dækket deres skibsdage. Her øges kundernes forhandlingsstyrke, og de vil derfor nemmere kunne presse rederierne på prisen.⁹⁸

Shippingindustrien er meget præget af sæsonudsving, hvilket igen vil påvirke kundernes forhandlingsstyrke. Tørlastmarkedet mærker specielt udsving, når der er sæson for korn, sojabønner og andre sæsonprodukter. Tankmarkedet oplever den største efterspørgsel før vintermånederne, når energibehovet forventes at stige.⁹⁹

3.3.4 Konkurrence fra substituerende produkter

Når ens produkter og ydelser let ville kunne overtages af andre brancher ved substitution, er det en stor trussel mod den pågældende branche. Dette er dog begrænset i rederibranchen, hvilket skal ses i lyset af branchens komparative fordele i form af den fragtede mængde gods til den laveste pris. Andre transportformer kan ikke fragte den samme mængde gods som et skib. Varer kan godt flyttet fra et land til et andet ved brug af lastbil, fly og tog, men det vil næppe kunne svare sig.

I de fleste tilfælde er lastbilen eller jernbanen komplementerende i forhold til skibsfarten. Slutbrugeren og producenten befinder sig sjældent lige ved siden af havnen, hvorfor der i de fleste tilfælde vil være brug for et andet transportmiddel.

⁹⁷ D/S Nordens årsrapport side 80.

⁹⁸ www.skibskredit.dk – Fragtrater, udbud og efterspørgsel

⁹⁹ www.skibskredit.dk – Tørlasttransport og Tankskibe

Udover konkurrencen fra andre transportmidler skal der også nævnes muligheden for substitution mellem og indenfor tørlast- og tankmarkedet. Fx kan mange tørlaster fragtes i containere på containerskibe, mens enkelte tørlastskibe kan medbringe et antal containere.¹⁰⁰

Afslutningsvis bør skibsfarten nævnes i forhold til de øvrige transportformer i en verden, hvor miljø og forurening er kommet i fokus. Hvis skibsfarten bliver dyrere som følge af skrappe miljøkrav, så vil det alt andet lige, favorisere alternative transportmidler. Men set i forhold til, hvor stor mængde varer, der kan transporteres med skibsfart i forhold til andre transportmidler vurderes risikoen for værende begrænset.

3.3.5 Konkurrenceintensiteten

Den afsluttende del af PESTEL analysen er en undersøgelse af konkurrenceintensiteten. Det har desværre ikke været muligt at fremskaffe informationer om selskabernes markedsandel på de enkelte markeder. Men som nævnt tidligere i opgaven, er der i øjeblikket overkapacitet på både markederne, hvorfor der kan tales for at konkurrencen i øjeblikket er hård. D/S Norden skriver i sin årsrapport for 2011, at deres markedsandel i 2011 på tørlastmarkedet var på knap 2 %. Det er målt på den samlede last, der blev transporteret globalt i 2011. Nordea har i sin dækning af D/S Norden vurderet de største konkurrenter inden for tørlast som Diana Shipping, DryShips Inc, Excel Maratime Carriers, Genco Shipping, Golden Ocean og Jinhui Shipping.¹⁰¹

Grundet den store konkurrence er mange rederier medlem af et pool samarbejde, for at optimere deres indtjening. Det består i, at to eller flere rederier indgår en aftale om at betjene et givent marked med et antal skibe hver. Dette gøres for at kunne tilbyde kunderne et så omfattende og dækkende produkt som muligt. I stedet for at betjene ruter med halvtomme skibe, danner rederierne alliancer og hjælper dermed hinanden, for at opnå det bedst mulige netværk. Som nævnt i beskrivelsen har D/S Norden pool samarbejder på begge deres markeder.

Det er klart, at dette flytter ved konkurrenceintensiteten, men det fjerner ikke det faktum, at konkurrencen i branchen er hård, når man ser på hele markedet.

3.3.6 Delkonklusion Porter Five Forces

Der er relativt høje adgangsbarrierer i form af investeringer og kapital. Derfor kan indbefragtning af skibe være en anden mulighed, hvilket kan udgøre en trussel for D/S Norden. Derfor er det vigtig at komme ind på markedet på et tidspunkt, hvor leverandørernes forhandlingsstyrke er lille. De væsentlige leverandører er defineret som værfter og bunkers og har en forhandlingsstyrke, der afhænger af udviklingen i verdensøkonomien.

¹⁰⁰ www.skibskredit.dk – Tørlasttransport og Tankskibe

¹⁰¹ Nordea – Weekly Shipping memo

Det er få eller meget begrænsede substituerende produkter på markedet. Samtidig har kunderne som leverandørerne en forhandlingsstyrke, der afhænger af udviklingen på markedet. Konkurrenceintensiteten er defineret som høj både på tørlast - og tanksegmentet, da begge markeder i øjeblikket er kendetegnet ved overkapacitet af skibe.

3.4 D/S Norden styrker

De nedenfor gennemgående områder er vurderet som D/S Nordens styrker og vil blive yderligere analyseret.

3.4.1 Finansiell styrke

Norden er til forskel fra mange andre rederier, ikke tynget af store gældsbyrder. I 2011 viser rederiets regnskab således netto finansielle aktiver på ca. 242 mio. USD.¹⁰² D/S Nordens likvider og værdipapirer er ved udgangen af 2011 407 mio. USD. D/S Norden har endvidere indgået to nye langfristede kreditfaciliteter på i alt 150 mio. USD for yderligere at styrke den finansielle fleksibilitet. D/S Norden oplyser i sit årsregnskab, at de to nye faciliteter endnu ikke var udnyttet ved årets udgang. Dette kan dog betragtes som et faresignal, idet ledelsen må have vurderet, at yderligere likviditet er nødvendigt i det nuværende marked. Likviditet er meget vigtigt i en tid, hvor fragtrater og aktivpriser er til stadig under pres. D/S Norden skriver da også, at de regner med at trække på den ene kreditfacilitet i år og den anden i 2013. Det er dog positivt, at D/S Norden i disse tider har fået stillet fremmedkapital til rådighed, hvor finansieringsinstitutter i shippingbranchen generelt er mere tilbageholdende med finansiering.

D/S Nordens likviditet og de to kreditfaciliteter giver dem mulighed for, at udnytte et volatilt marked og således investere i ekstra tonnage til faldende markedspriser. Selv skriver de i deres årsregnskab for 2011, at de vil afsøge interessante investeringsmuligheder, da de mener, at de nuværende niveauer for skibspriser i højere grad giver anledning til at investere frem for at afhænde aktiver. D/S Norden ønsker at investere på de rigtige tidspunkter således, at de kan være godt positioneret, når markederne vender. Derudover skal likviditeten arbejde som en buffer i perioder med mindre gunstige markedsvilkår.¹⁰³

Nordea har i maj 2012 analyseret shippingmarkedet, hvor de blandt andet har målt virksomhedernes samlede gæld i procent. Opgørelsen af gælden, er ikke den samme som i opgaven, men fordelene er, at den sammenligner D/S Norden med dens konkurrenter på tørlastmarkedet¹⁰⁴. Nedenstående figur viser gældens andel for de forskellige selskaber på tørlastmarkedet.

¹⁰² Information om netto finansielle aktiver er taget fra nøgletallene og den reformulerede balance fra *afsnit 4 Regnskabsanalyse*.

¹⁰³ D/S Nordens årsrapport 2011 side 8-9 og 19.

¹⁰⁴ Som nævnt i afgrænsningen vil der ikke blive foretaget en reformulering af D/S Nordens konkurrenters regnskaber. Nordea beregner gældens andel som "1- (Bogført egenkapital/Aktiver i alt)".

Figur 27: Gældsandel for D/S Norden og konkurrenterne

Gældsandel	2011	2012E	2013E
D/S Norden	15 %	9 %	8 %
Diana Shipping	25 %	24 %	22 %
DryShips Inc	61 %	58 %	61 %
Excel Maritime Carriers	41 %	41 %	40 %
Genco Shipping	63 %	63 %	63 %
Golden Ocean	56 %	56 %	53 %
Jinhui Shipping	44 %	43 %	40 %

Kilde: Nordea

Ud fra Nordeas beregninger, har D/S Norden den laveste gearing sammenlignet med dens konkurrenter på tørlastmarkedet. Det gælder både for det realiserede 2011 og Nordeas estimer for 2012 og 2013.

Det viser, at D/S Norden har en fordel i forhold til sine konkurrenter, idet der er grænser for, hvor meget gæld man kan påtage sig yderligere i et faldende marked, hvis interessante investeringsmuligheder skulle opstå. Det kan forklare, hvordan D/S Norden har kunnet få yderligere likviditet stillet til rådighed af deres banker.

3.4.2 Flåden og afdækning af skibsdage

Som nævnt i *afsnit 2.3 Flåden* har D/S Norden en ung flåde sammenlignet med den gennemsnitlige alder på verdensflåden. Dette gør D/S Norden højst konkurrence dygtig, idet det må antages at yngre skibe har lavere omkostninger for vedligeholdelse samt bruger en del lavere brændstof.

Ligeledes har D/S Nordens en fleksibel flåde jf. *afsnit 2.3 Flåden*, da mange af deres skibe består af indbefragtede skibe. Den fleksible flåde har gjort det muligt for D/S Norden, at reducere flåden under mindre gunstige markedsvilkår. Den betydelige reduktion af tørlastflåden i efteråret 2008 indikerer Nordens meget fleksible forretningsmodel.¹⁰⁵

Rederierne afdækker i stor udstrækning deres skibsdage, for at sikre fragtindtægterne. For at mindske sårbarheden over for udsving i raterne på spotmarkedet, beskæftiges en stor del af D/S Nordens flåde på langsigtede kontrakter (COA). Endvidere anvendes der timecharters, hvor D/S

¹⁰⁵ D/S Nordens årsrapport 2011 side 12-13.

Norden udlejer deres egne skibe. D/S Norden sikrer hermed den langsigtede beskæftigelse og sikrer et kendt cash flow over en årrække, uden at være afhængig af et volatilt spotmarked.

I tider med faldende fragtrater, er det en god ide, at sikre pengestrømmene. Dog kan for meget afdækning, enten COA- eller timecharter kontrakter, medføre visse ulemper. Rederier der som fx D/S Norden indgår kontrakter, kan binde sig for længere perioder til en fastlagt rate, hvilket kan betyde, at D/S Norden, i perioder med stigende fragtrater, vil gå glip af en yderligere fortjeneste, da de i så fald har færre skibsdage til rådighed på spotmarkedet. Dette kan stille D/S Norden i en svækket situation, hvis konkurrenterne ikke har afdækket i lige så stor grad.

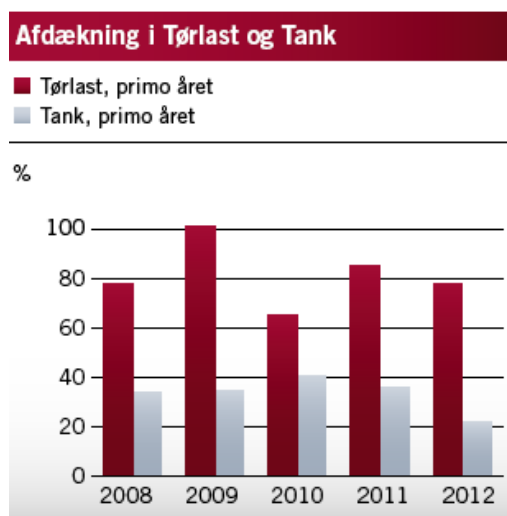
D/S Norden har afdækket flest skibsdage på tørlastmarkedet. Dette begrundes de med vanskeligere markedsforhold på tørlastmarkedet samt, at der for tankmarkedet var mere at hente, ved at beskæftige flere skibe i spotmarkedet i forhold til et svagt forwardmarked. Dette vil ifølge D/S Norden også være udgangspunktet for 2012, da tørlastmarkedet vil være præget af flådevækst, mens der for tankmarkedet forventes en gradvis forbedring af spotraterne. Dette skyldes, at omstruktureringen af den globale raffinaderisektor vil medføre en positiv udvikling i tonnageefterspørgslen, der gradvist vil indhente overudbuddet af tonnage.¹⁰⁶

D/S Norden har ved udgangen af 2011 afdækket 78 % af de 35.646 kendte skibsdage for 2012 for tørlastsegmentet. Afdækningen er foretaget til en gennemsnitlig indtægt på 16.193 USD pr. dag til en gennemsnitlig omkostning på 11.391 USD pr. dag. Til sammenligning havde D/S Norden ved udgangen af 3. kvartal 2011 afdækket 57 % af de dengang kendte 31.973 skibsdage for 2012. Dette til en gennemsnitlig indtægt på 18.380 USD pr. dag og en gennemsnitlig omkostning på 11.129 USD pr. dag. D/S Norden har som noget positivt afdækket flere skibsdage, men desværre til en lavere indtjening.¹⁰⁷

Disse høje afdækningsprocenter er ikke noget nyt hos D/S Norden. D/S Norden har generelt været kendetegnet ved at have høj afdækning i tørlastsegmentet og en større eksponering mod spotmarkedet for tank. Det viser nedenstående figur.

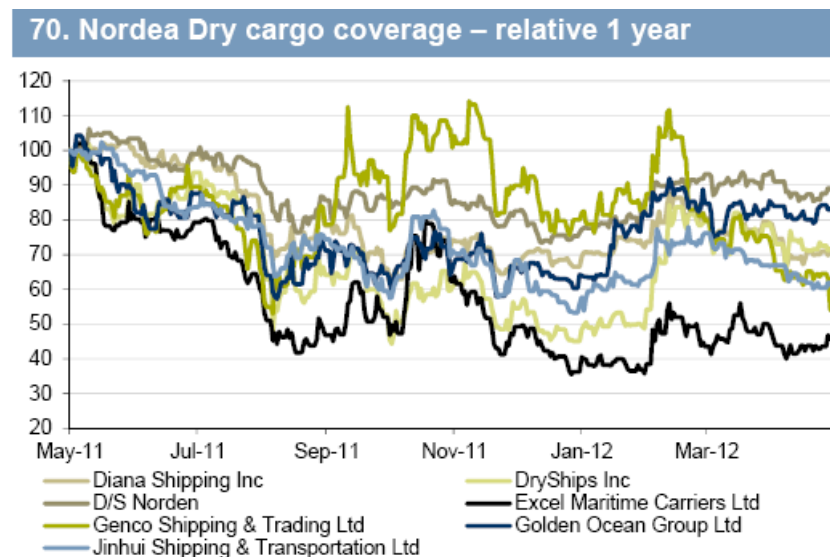
¹⁰⁶ D/S Nordens årsrapport 2011 8-10, 19 og 25

¹⁰⁷ D/S Nordens årsrapport 2011 side 11 og D/S Nordens Delårsrapport 3. kvartal 2011 side 8

Figur 28: Afdækning i Tørlast og Tank

Kilde: D/S Nordens årsrapport 2011

Nordea har i sin analyse af shippingmarkedet vist, hvor meget de enkelte selskaber afdækker deres skibsdage. Nedenstående figur viser, at alle tørlastselskaber siden maj 2011 har afdækket færre skibsdage. Grafen viser også, at D/S Norden er det selskab, der har afdækket flest skibsdage i løbet af det år.¹⁰⁸

Figur 29: Afdækning af skibsdage på tørlast

Source: Bloomberg and Nordea Markets

Kilde: Nordea

¹⁰⁸ Weekly Shipping Memo

3.4.3 Delkonklusion D/S Nordens styrker

D/S Nordens styrke er, at selskabet har netto finansielle aktiver. Ligeledes har D/S Norden likvider til rådighed samtidig med, at de i løbet af sidste år har fået to kreditfaciliteter stillet til rådighed, hvilket viser, at D/S Norden trods svære betingelser for fremmedfinansiering stadig formår at få stille likviditet til rådighed. Dette giver selskabet mulighed for blandt andet, at opsøge interessante investeringsmuligheder i det nuværende marked.

D/S Nordens unge skibsflåde gør dem konkurrencedygtige, da omkostninger til vedligeholdelse og brændstof vurderes lave. Ligeledes har D/S Nordens fleksible flåde en fordel, da de har mulighed for at tilpasse deres flåde relativt hurtigt.

D/S Norden er kendt for at afdække mange skibsdage i tørlastdivisionen. Dette er positivt i tider med faldende rater som nu, men kan være en ulempe, når markedet vender og dermed raterne på spotmarkedet begynder at stige. Ligeledes viser det sig, at D/S Norden afdækker flere skibsdage, men til lavere indtjening. Sammenlignet med konkurrenterne er D/S Norden også det selskab, der har afdækket flest skibsdage i løbet af sidste år.

3.5 SWOT-analyse

Delkonklusionerne fra de enkelte afsnit i den strategiske analyse er sammenfattet i nedenstående figur. SWOT-analysen vil ikke blive dybere beskrevet, da nævnte forhold i SWOT-analysen er analyseret i de respektive delafsnit og opsummeret i delkonklusionerne.

Figur 30: SWOT-analyse

SWOT-analyse for D/S Norden	
Styrker	Svagheder
• God forhandlingsstyrke overfor leverandører • Ingen direkte substituerende produkter • Finansiell styrke • Ung og fleksibel flåde • Afdækning af skibsdage	• Hård konkurrenceintensitet • Indtjening fra afdækning af skibsdage er faldende • Risiko for stor afdækning, hvis markederne vender
Muligheder	Trusler
• Lavkonjunktur giver muligheder for at erhverve tonnage til gode priser • Efterspørgslen fra Asien herunder Kina • Øget tonnageefterspørgsel som følge af lukning af olieraffinaderier • Befolkningsvækst og øget samhandel	• Stort udbud af tonnage • Lave fragtrater • Stor afhængighed af Kinas behov for råvarer • Pirateri • Økonomisk lavkonjunktur • Øget lov- og miljøkrav • Vanskeligere forhold for fremmedfinansiering • Konkurrenters indbefragtning af skibe • Stigende priser på bunkerolie

Kilde: Egen tilvirkning

4 Regnskabsanalyse

Dette afsnit omhandler analyse af finansielle opgørelser og forsøger dermed at besvare *arbejdsspørgsmål 2 og 3* og bidrage til besvarelsen af *arbejdsspørgsmål 5*.

Afsnittet starter med en redegørelse af praksissen for D/S Nordens regnskaber. Disse oplysninger er relevante, når D/S Nordens regnskaber senere i afsnittet skal reformuleres og analyseres.

Derefter vil D/S Nordens officielle regnskaber reformuleres til analysebrug. Det skyldes, at virksomhedens værdiskabende evne stammer fra to aktiviteter, henholdsvis driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Ingen af disse fremgår direkte af de officielle opgørelser, hvorfor der kræves en reformulering af en række poster for ikke at få en fejlagtig opfattelse af de værdiskabende evne. Ligeledes er der poster, der ikke indgår af de officielle regnskaber, som skal inddrages i de reformulerede regnskaber. Disse poster kaldes for "dirty surplus" poster, som fremgår af egenkapitalopgørelsen. Disse kan have indflydelse på værdien af selskabet.¹⁰⁹

Til sidst vil der blive foretaget en rentabilitetsanalyse på baggrund af udregnede nøgletal ud fra de reformulerede regnskaber. Dette vil give læseren et indblik i den historiske rentabilitet for D/S Norden, som senere skal danne fundamentet for D/S Nordens fremtidige rentabilitet samt værdiskabelse. Sammen med de ikke-finansielle værdidrivere, der er udledt af den strategiske analyse, skal de finansielle værdidrivere fundet via regnskabsanalysen, generere de fremtidige budgetter for værdiansættelsen af D/S Norden.

Hele afsnittet opsummeres ved en delkonklusion.

4.1 Regnskabspraksis

D/S Norden aflægger regnskaber efter de internationale regnskabsstandarder IFRS¹¹⁰. Selskabet tilsluttede sig IFRS pr. 1. januar 2005¹¹¹. Det betyder, at de forskellige årsrapporter er sammenlignelige.

Regnskabsanalysen baseret fra perioden 2005 til 2011. Analyseperiodens længde afhænger af selskabets branche. Et selskab i en konjunkturfølsom branche bør have en længere analyseperiode, idet det er vigtigt at både op- og nedgangsperioder inddrages i analysen. Den

¹⁰⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 18-19

¹¹⁰ D/S Nordens årsrapport 2011 side 43

¹¹¹ www.ds-norden.com - Selskabsmeddelelser

strategiske analyse viste, at D/S Norden opererer inden for en konjunkturfølsom branche, hvorfor en analyseperiode på 7 år synes retfærdig¹¹².

Alle D/S Nordens årsrapporter er forsynet med revisionspåtegningen uden forbehold.¹¹³

Alt regnskabsdata er i USD, hvilket der ikke har været grund til at ændre på.

4.2 Reformulering

Nedenfor gennemgås de reformulerede opgørelser, som er egenkapitalopgørelsen, balancen samt resultatopgørelsen. De dertilhørende noter og bemærkninger bliver gennemgået i de enkelte opgørelser.

4.2.1 Egenkapitalopgørelse

Som analytiker af en virksomhed er egenkapitalopgørelsen den første opgørelse man bør kigge på. Det skyldes, at egenkapitalopgørelsen opsummerer alle transaktioner og posteringer, der berører ejernes kapital i virksomheden. Ved at analysere egenkapitalopgørelsen sikrer man, at alle aspekter i virksomheden, der har ejernes interesse, er medtaget i analysen af virksomheden.¹¹⁴

Formålet med reformuleringen af egenkapitalopgørelsen er at sikre, at alle værdiændringer, der berører ejerne, medtages i den reformulerede resultatopgørelse. Den officielle resultatopgørelse medtager ikke disse poster, når nettoresultatet udregnes. Ved at beregne totalindkomsten, som måler periodens resultat i balancen, sikrer man, at alle værdiændringer inklusive ændringer, der er ført på egenkapitalen medtages. Posterne i den reformulerede egenkapitalopgørelse kaldes "dirty surplus" poster og disse indregnes senere i den reformulerede resultatopgørelse, således at totalindkomst i resultatopgørelsen¹¹⁵ matcher egenkapitalopgørelsen.¹¹⁶

Note 1 Aktiebaseret vederlæggelse

Posten indgår ikke i den reformulerede egenkapitalopgørelse, da den allerede er medtaget i den reformulerede resultatopgørelse. Posten vises som en allerede rapporteret del af totalindkomsten.

Note 2 "Dirty surplus" poster

¹¹² Rentabilitetsanalysen er baseret på 6 år, da balancetallene er udregnet på baggrund af gennemsnitstal. For år 2005 foreligger der således ikke udregnede nøgletal til brug for rentabilitetsanalysen.

¹¹³ D/S Nordens årsrapport 2005-2011

¹¹⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 153-154.

¹¹⁵ "Totalindkomst koncernen" da "Totalindkomst, aktionærer i D/S NORDEN" inkluderer "minoritetsinteressernes resultatandel"

¹¹⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 153-154.

Dagsværdiregulering af værdipapirer og værdiregulering af sikringsinstrumenter er "dirty surplus", som er medtaget i den reformulerede resultatopgørelse.

Figur 31: Reformuleret egenkapitalopgørelse

Note	Reformuleret egenkapitalopgørelse	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Beløb i USD 1000							
	Egenkapital primo	340.077	611.203	713.538	1.311.200	1.700.378	1.805.013	1.998.053
	Transaktioner med ejerne							
	Køb af egne aktier	-34.544	-4.527	-69.335		-9.960	-7.566	-31.556
	Aktieoptionsprogram, Vækstfonden				-37.997			
	Salg af egne aktier	1.245	930		14.337	143		
	Udloddet udbytte	-40.036	-78.284	-42.218	-325.647	-103.117	-55.621	-68.946
	Udbytte egne aktier	1.964	3.742	3.338	15.116	5.493	2.916	5.240
	Udlodning til minoritetsaktionær			-2.429				
	Nettodividende	-71.371	-78.139	-110.644	-334.191	-107.441	-60.271	-95.262
	Totalindkomst							
	Årets resultat, efter skat	336.336	176.506	703.340	707.830	217.206	244.802	87.793
2	Værdiregulering af sikringsinstrumenter	5.405	3.086	1.729	13.583	-13.243	4.339	-12.026
2	Dagsværdiregulering af værdipapir	212	145	429	-4.696	2.538	429	11.720
2	Skat af dagsværdiregulering					395		
	Totalindkomst i alt	341.953	179.737	705.498	716.717	206.896	249.570	87.487
	Totalindkomst rapporteret							
1	Aktiebaseret vederlæggelse	544	737	2.808	6.652	5.180	3.741	4.141
	Egenkapital ultimo	611.203	713.538	1.311.200	1.700.378	1.805.013	1.998.053	1.994.419

Kilde: D/S Nordens årsrapporter 2005-2011 samt egen tilvirkning

4.2.2 Balancen

Den reformulerede balance opdeles i driftsaktiver og driftsforpligter samt finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Som nævnt tidligere sker dette for, at adskille drifts- og finansieringsaktiviteten for derefter at komme frem til den skabte værdi gennem D/S Nordens drift på grundlag af den investerede kapital. Værdien kaldes nettodrifsaktiver og findes efter nedenstående figur:¹¹⁷

Figur 32: Driftsaktiver versus egenkapital og finansielle forpligtelser

Driftsaktiver		Egenkapital of finansielle forpligtelser	
Driftsaktiver	DA	Egenkapital	EK
Driftsforpligtelser	<u>DE</u>		
		Finansielle forpligtelser	FF
		Finansielle aktiver	FA
		Netto finansielle forpligtelser	NFF
Netto driftsaktiver	<u>NDA</u>		<u>EK+NFF</u>

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse

¹¹⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side178-182

Forskellen mellem FF og FA kan også være positiv, hvilket betyder at virksomheden har netto finansielle aktiver, som er tilfældet for D/S Norden¹¹⁸.

Bemærk at "kapitalandele i joint ventures" og "gæld til joint ventures" er klassificeret som henholdsvis driftsaktiver og driftsforpligtelser, idet det er investeringer, som kommer fra pool samarbejder og datterselskaber. Som beskrevet i *afsnit 2.7 Norient Product Pool* bliver dele af selskabets skibe kommercielt forvaltet af pool samarbejder. Disse poster anses derfor som værende investering i selskabets drift.

Figur 33: Reformuleret balance

Note	Reformuleret Balance						
	Beløb i USD 1000						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Materielle anlægsaktiver							
Ejendom og driftsmidler	8.855	8.152	10.007	56.963	55.841	55.626	55.937
Skibe	234.997	355.974	277.814	436.865	497.613	880.330	1.387.189
Forudbetalinger på skibe og nybygninger	95.557	97.117	281.318	397.836	442.526	401.884	170.025
Materielle aktiver bestemt for salg	18.411	18.014	75.983	46.852	54.547	35.377	0
Materielle anlægsaktiver i alt	357.820	479.257	645.122	938.516	1.050.527	1.373.217	1.613.151
Andre driftsaktiver							
Udskudte skatteaktiver	26	39	4.876	0	0	1.416	63
Fragttilgodehavender	35.924	53.090	87.738	108.301	76.645	82.567	110.886
Tilgodehavender hos joint ventures	0	7.320	9.008	8.508	0	726	6.317
Beholdninger	21.849	26.091	44.988	23.172	31.504	45.861	89.280
Periodeafgrænsningsposter	54.930	51.890	119.174	87.969	47.764	54.026	47.955
Andre tilgodehavender	17.703	7.651	55.222	15.604	58.041	44.722	54.136
Kapitalandele i joint ventures	18.338	17.532	20.755	30.855	31.770	35.225	21.275
Andre driftsaktiver i alt	148.770	163.613	341.761	274.409	245.724	264.543	329.912
Driftsaktiver i alt	506.590	642.870	986.883	1.212.925	1.296.251	1.637.760	1.943.063
Driftsforpligtelser							
Aktiebaseret vederlæggelse	-669	-1.406	-4.214	-10.866	-16.046	-19.787	-23.928
Hensatte forpligtelser	-416	-200	0	0	0	0	0
Leverandørgæld	-39.876	-40.209	-84.510	-91.237	-66.452	-90.068	-135.672
Anden gæld	-3.020	-10.485	-14.986	-85.250	-17.106	-29.189	-36.172
Periodeafgrænsningsposter	-32.233	-31.428	-61.205	-29.668	-33.448	-31.528	-18.932
Selskabsskat	0	0	0	-4.168	-1.064	0	0
Forudbetalinger på skibe til videresalg	-3.850	-3.981	-16.600	-28.100	0	0	0
Materielle aktiver bestemt for salg, forpligtelser	-3.000	0	-46.959	-34.066	-38.425	-7.324	0
Gæld til joint ventures	-14.552	0	0	0	-6.580	-35.896	0
Driftsforpligtelser i alt	-97.616	-87.709	-228.474	-283.355	-179.121	-213.792	-214.704
Nettodriftsaktiver (NDA)	408.974	555.161	758.409	929.570	1.117.130	1.423.968	1.728.359
Finansielle aktiver (FA)							
Likvide beholdninger	312.384	314.943	619.388	806.717	710.884	574.571	335.868
Værdipapir	2.557	2.738	3.172	22.022	24.563	38.150	71.324
Finansielle aktiver i alt (FA)	314.941	317.681	622.560	828.739	735.447	612.721	407.192
Finansielle forpligtelser (FO)							
Langfristet bankgæld	-36.697	-103.925	-68.796	-63.610	-58.423	-14.666	-135.017
Finansiel leasing	-24.442	-23.667	0	0	0	0	0
Kortfristet bankgæld	-52.242	-33.118	-5.187	-5.187	-5.187	-43.757	-30.043
Finansielle forpligtelser i alt (FO)	-113.381	-160.710	-73.983	-68.797	-63.610	-58.423	-165.060
Netto finansielle aktiver (NFA)	201.560	156.971	548.577	759.942	671.837	554.298	242.132
Samlet Egenkapital	207.414	398.190	209.832	169.628	445.293	869.670	1.486.227
Minoritetsinteresser	2.279	2.391	74	72	70	68	66
Aktionærer i Norden andel af egenkapitalen	205.135	395.799	209.758	169.556	445.223	869.602	1.486.161
Investeret kapital (NDA) (NFA+EK)	408.974	555.161	758.409	929.570	1.117.130	1.423.968	1.728.359

Kilde: D/S Nordens årsrapporter 2005-2011 samt egen tilvirkning

¹¹⁸ Netto finansielle aktiver berøres senere i *afsnit 4.3 Rentabilitetsanalyse*.

4.2.3 Resultatopgørelse

Den reformulerede resultatopgørelse opdeles i drift og finansiering og er ligeledes opgjort på totalindkomstbasis, hvorfor "dirty surplus" posterne fra egenkapitalopgørelsen også indgår. Driftsoverskud efter skat bruges til at beregne det frie cash flow (FCF), som er forskellen mellem pengestrømmen fra driften og pengestrømmen fra investering til driften¹¹⁹.

Ifølge Ole Sørensen er en reformulering af pengestrømsopgørelsen ikke nødvendig, hvis resultatopgørelsen og balancen er reformuleret hensigtsmæssigt. Det frie cash flow er opgjort ud fra totalindkomstbasis fra den reformulerede resultatopgørelse.¹²⁰

Nedenfor er driftsoverskuddet opdelt i henholdsvis "driftsoverskud fra salg" og "andet driftsoverskud". Opdelingen sikrer et "rent", mål for den primære aktivitet gennem alene at fratrække omkostninger, der er medgået til skabelse af periodens salg.

Note 2 Dirty surplus poster

"Dirty surplus" posterne indgår i det samlede driftsoverskud efter skat.

Note 3 Skat på andet driftsoverskud

Da D/S Norden beskattes efter den særlige tonnageskat, kan der ikke regnes med den almindelige selskabsskat på 25 %. Det betyder, at D/S Norden ikke beskattes ud fra deres indtjening, men ud fra en fiktiv beregnet indkomst på basis af deres tonnage. Der betales således tonnageskat uanset indkomsten og uanset om D/S Norden har haft overskud eller ej.¹²¹

Det vil være forkert at tage udgangspunkt i den almindelige selskabsskat i Danmark, når tonnageskatten er så vigtig en del af i D/S Nordens forretning. D/S Norden oplyser ikke skattesatsen i deres historiske regnskaber. Derfor er skatten på andet driftsoverskud beregnet ud fra de officielle resultatopgørelser. Den effektive skatteprocent er beregnet som "årets skat" divideret med "resultat før skat" for hvert enkelt år. Der er selvfølgelig også forbundet en vis usikkerhed i denne beregningsform, men det vurderes alligevel som den mest hensigtsmæssige af de to muligheder.

¹¹⁹ FCF= DO- Δ NDA, hvor Δ NDA er ændringen i den investeret kapital i forhold til året før.

¹²⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 245-246

¹²¹ www.shipowners.dk – Politik – Tonnageskat

Andre forhold

Omsætningen er specificeret ud på henholdsvis tørlast og tank, da dette senere skal bruges i *afsnit 5 Budgettering*.

Som nævnt i metodeafsnittet har D/S Norden ikke fradragsret for deres finansielle omkostninger, da virksomheden bliver beskattet efter tonnageskatten, som ikke giver mulighed for fradrag. Derfor har D/S Norden ikke nogen skattefordel, som normalt vil indgå i den reformulerede resultatopgørelse.

Det kan diskuteres om posten "salgsavancer skibe" skal inddrages i driftsoverskud fra salg eller i andet driftsoverskud. I D/S Nordens årsrapport indgår salgsavancer på skibe i ledelsens forventninger til 2012, hvor de nævner de nuværende lave aktivpriser på skibe. Deres strategi går derfor ud på at holde lidt længere på deres egne skibe, i håb om bedre tider for skibspriserne.¹²² Derfor er det besluttet, at posten skal indgå i driftsoverskud fra salg, da det vurderes, at det er en del af deres hovedaktivitet.

"Resultat af joint ventures" er en del af andet driftsoverskud, da denne post i den reformulerede balance blev klassificeret som et driftsaktiv jf. *afsnit 4.2.2 Balancen*.

Ligeledes er "andre driftsindtægter" en del af andet driftsoverskud, da det i noterne i årsrapporten for Norden er tydeliggjort, at det omfatter regnskabsposter af sekundær karakter i forhold til koncernens hovedaktivitet.¹²³ Desuden skal det bemærkes, at såvel "dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter" som "værdiregulering af sikringsinstrumenter" også er en del af andet driftsoverskud. Dette skyldes, at de underliggende produkter, som hedges imod, er en del af kerneforretning. De produkter som der hedges imod er bunkerhedging og fragtrate-hedging.¹²⁴

Bemærk, at der ikke skal beregnes skat af posterne "værdiregulering af sikringsinstrumenter" og "dagsværdiregulering af værdipapirer", idet en evt. skat herpå ville have været ført direkte på egenkapitalopgørelsen ("skat af egenkapitalbevægelser").

¹²² D/S Nordens årsrapport 2011 side 8

¹²³ D/S Nordens årsrapport 2011 side 60

¹²⁴ D/S Nordens årsrapport 2011 side 44

Figur 34: Reformuleret resultatopgørelse

Note	Reformuleret resultatopgørelse						
	Beløb i USD 1000						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Nettoomsætning tørlast	1.171.917	1.101.987	2.742.529	4.001.912	1.516.336	1.946.160	1.936.341
Nettoomsætning tank	124.540	132.210	190.611	244.903	239.647	243.446	336.478
Samlet Nettoomsætning	1.296.457	1.234.197	2.933.140	4.246.815	1.755.983	2.189.606	2.272.819
Rejseafhængige omkostninger	-247.602	-274.344	-457.263	-761.399	-530.696	-617.312	-899.726
Charterhyre for skibe	-780.244	-730.777	-1.851.129	-2.841.164	-1.002.357	-1.226.660	-1.046.732
Bruttofortjeneste	268.611	229.076	624.748	644.252	222.930	345.634	326.361
Øvrige driftsomkostninger skibe	-16.427	-21.000	-25.158	-42.561	-33.773	-40.113	-59.899
Personaleomkostninger	-27.706	-31.874	-51.742	-63.638	-50.666	-56.442	-69.014
Salgsavancer skibe	120.104	55.409	163.132	289.972	69.576	28.148	-242
Andre eksterne omkostninger	-8.602	-10.385	-15.548	-24.043	-13.862	-12.975	-16.215
Af- og nedskrivninger materielle aktiver	-16.291	-20.318	-19.567	-31.630	-39.494	-49.537	-81.185
Driftsoverskud fra salg før skat	319.689	200.908	675.865	772.352	154.711	214.715	99.806
Skat af årets resultat	-9.557	-11.468	-21.957	-12.695	-7.327	-5.973	-5.541
Skat på andet driftsoverskud	947	-1.547	808	-1.425	2.048	919	-606
Driftsoverskud fra salg efter skat	311.079	187.893	654.716	758.232	149.432	209.661	93.659
Andet driftsoverskud (før skat poster)							
Resultat af joint ventures	8.277	1.379	1.611	8.580	965	4.372	-530
3 Andre driftsindtægter	46	248	5.192	-8.341	1.018	3.456	5.213
Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter	25.965	-26.986	19.884	-81.133	60.764	30.771	-14.897
2 Skat herpå	-947	1.547	-808	1.425	-2.048	-919	606
2 Andet driftsoverskud (efter skat poster)							
Dagsværdiregulering af værdipapirer	212	145	429	-4.696	2.933	429	11.720
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	5.405	3.086	1.729	13.583	-13.243	4.339	-12.026
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	350.037	167.312	682.753	687.650	199.821	252.109	83.745
Finansielle indtægter/omkostninger							
Finansielle omkostninger	-12.178	-7.297	-6.339	-5.125	-8.227	-8.867	-5.762
Finansielle indtægter	4.094	19.722	29.084	34.192	15.302	6.328	9.504
Nettofinansielle omkostninger/indtægter	-8.084	12.425	22.745	29.067	7.075	-2.539	3.742
Totalindkomst koncernen	341.953	179.737	705.498	716.717	206.896	249.570	87.487
Minoritetsinteressernes resultatandel	318	112	112	-2	-2	-2	-2
Totalindkomst, aktionærer i D/S NORDEN	342.271	179.849	705.610	716.715	206.894	249.568	87.485

Kilde: D/S Nordens årsrapporter 2005-2011 samt egen tilvirkning

4.3 Rentabilitetsanalyse

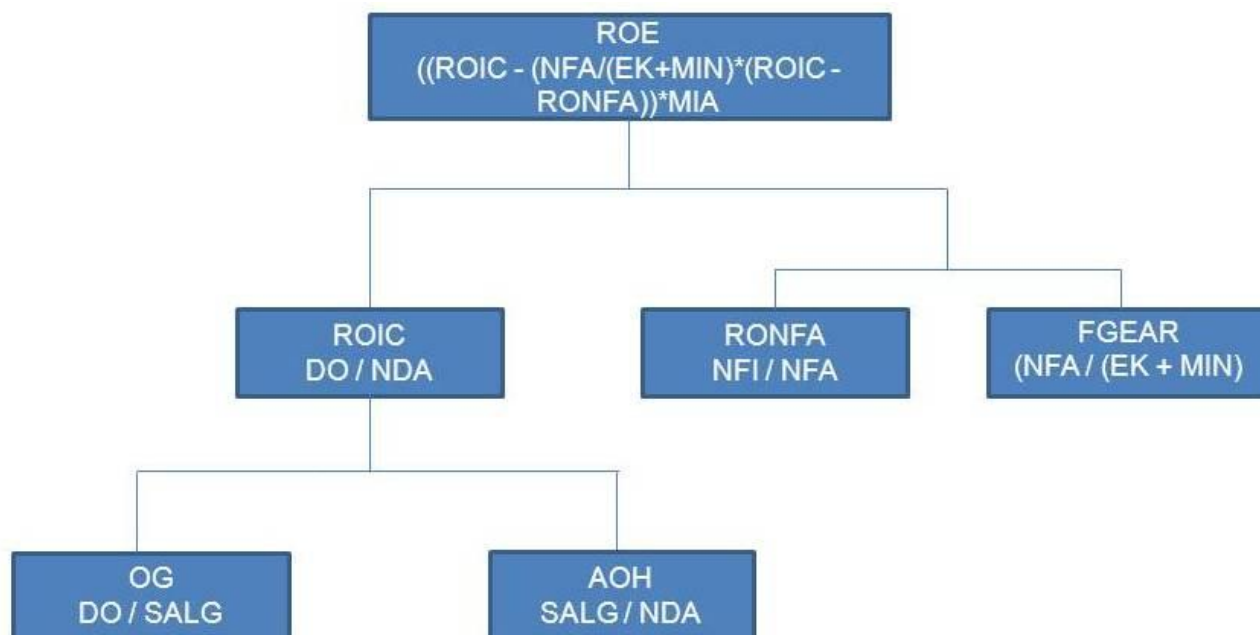
I følgende afsnit vil de reformulerede årsrapporter blive analyseret for, at kunne belyse den historiske økonomiske udvikling i D/S Norden. De finansielle værdidriver måler den værdiskabelse, som er realiseret i analyseperioden og kan give en række indikationer på, hvordan D/S Norden tidligere har performeret, samt i hvilken retning D/S Norden bevæger sig.

De finansielle værdidrivere bliver analyseret med udgangspunkt i den udvidede Dupont-model, der tilrettelægges på grundlag af egenkapitalens forrentningsprocent, ROE. ROE anses for at være et sammenfattende (relativt) mål for den værdiskabende aktivitet for ejerne fra regnskabsperiode til regnskabsperiode.¹²⁵ De overordnede nøgletal er beregnet ud fra gennemsnitsværdier fra den reformulerede balance, idet et vægtet gennemsnit giver et mere retvisende billede af analysen, da ekstraordinære indtægter og udgifter udlignes og dermed giver mindre støj. Derfor er alle nøgletal beregnet for årene 2006-2011.

¹²⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 254

I det efterfølgende afsnit analyseres der på, hvordan de enkelte komponenter har bidraget til rentabiliteten. For at sikre en systematisk gennemgang anvendes som sagt den udvidede DuPont model til dekomponering af ROE. I nedenstående figur ses det, at den udvidede DuPont model er delt i to grene, hvor den venstre gren tager udgangspunkt i driftsaktiviteten og den højre i finansieringsaktiviteten.

Figur 35: DuPont model



Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse

4.3.1 Egenkapitalforrentning – ROE

Egenkapitalforrentningen (ROE) udtrykker afkastet af den kapital, investor har investeret. ROE viser altså rentabiliteten set ud fra aktionærens synspunkt. ROE beregnes efter følgende formel, når virksomheden har netto finansielle aktiver og minoritetsinteresser. Da minoritetsinteresserne udgør en forsvindende lille andel, bliver de ikke selvstændigt analyseret i opgaven¹²⁶.

Figur 36: Formel for ROE

$$ROE = (ROIC - (NFA / (EK + MIN)) * (ROIC - RONFA)) * MIA$$

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse

Som det ses af nedenstående figur stiger ROE fra 2006 til 2007, hvor den efterfølgende er faldet frem til 2011, dog med en lille stigning fra 2009 til 2010. Udviklingen må siges ikke at være tilfredsstillende.

¹²⁶ Faktoren MIA er 1,00 i alle årene 2006 til 2011.

Figur 37: ROE for D/S Norden

Egenkapitalens forrentning	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROE	27,22%	69,74%	47,60%	11,80%	13,12%	4,38%

Kilde: Egen tilvirkning

For at belyse, hvad der ligger til grund for udviklingen i egenkapitalens forrentning, analyseres de finansielle værdidrivere, som har indflydelse herpå. Der vil derfor både blive analyseret på driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten.

4.3.2 Driftsaktiviteten

Nøgletallene, der har indflydelse på driftsaktiviteten, vil blive analyseret herunder. Det er afkastet på nettodriftsaktiviteter, overskudsgraden samt aktivernes omsætningshastighed.

4.3.2.1 Afkast på nettodriftsaktiver – ROIC

ROIC udtrykker, hvor god virksomheden er til at skabe værdi af de ressourcer, de har til rådighed. Ressourcerne skal ses som nettodriftsaktiviteterne. Jo større ROIC er, desto bedre er virksomheden til at skabe værdi af nettodriftsaktiviteterne. En større ROIC vil alt andet lige betyde, et bedre afkast til ejerne. ROIC beregnes ud fra følgende formel:¹²⁷

Figur 38: Formel for ROIC

$$\text{ROIC} = \text{Driftsoverskud efter skat} / \text{Nettodriftsaktiver}$$

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse

Af nedenstående figur fremgår det, at udviklingen i ROIC er stigende fra 2006 til 2007, hvorfor D/S Norden bliver bedre til at skabe værdi af nettodriftsaktiviteterne. I 2008 og frem til 2011 falder ROIC fra 80,75 % i 2008 til 5,24 % i 2011. Hvad der er årsag til denne udvikling, søges afdækket i analysen på næste niveau, som omfatter overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.

Figur 39: ROIC for D/S Norden

Afkast på nettodriftsaktiver	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROIC	34,63%	103,51%	80,75%	19,27%	19,57%	5,24%

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses også, at ROIC ligger over ROE. Dette tyder på, at D/S Nordens finansieringsaktivitet trækker den samlede forrentning ned (ROE). Dette vil blive analyseret senere.

¹²⁷ Financial Statement Analysis side 94.

4.3.2.2 Overskudsgrad – OG

Når ROIC dekomponeres, er den ene faktor, der indgår overskudsgraden. Overskudsgraden udtrykker overskuddet af en kroners salg fra driftsaktiviteten og beregnes ved følgende formel:¹²⁸

Figur 40: Formel for OG

$$\text{OG} = \text{Driftsoverskud efter skat} / \text{Salg}$$

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse

Overskudsgraden er steget fra 13,56 % i 2006 til 23,28 % i 2007. Derefter falder overskudsgraden fra 16,19 % i 2008 til 3,68 % i 2011. Fra 2009 til 2010 stabiliserer overskudsgraden sig omkring 11 %.

Figur 41: OG for D/S Norden

Overskudsgrad	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OG	13,56%	23,28%	16,19%	11,38%	11,51%	3,68%

Kilde: Egen tilvirkning

For at skabe en yderligere forståelse for udviklingen i overskudsgraden, er det nødvendigt at dekomponere overskudsgraden. Nedenfor er bruttomargin beregnet ud fra følgende formel.

Figur 42: Formel for bruttomargin

$$\text{Bruttomargin} = \text{Bruttofortjeneste} / \text{Salg}$$

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse

Figur 43: Bruttomargin for D/S Norden

Bruttomargin	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bruttomargin	18,56%	21,30%	15,17%	12,70%	15,79%	14,36%

Kilde: Egen tilvirkning

Bruttomarginen er steget fra 18,56 % i 2006 til 21,30 % i 2007. Fra 2008 til 2011 falder bruttomarginen under 1 procent point, hvor den faktisk fra 2009 til 2010 stiger, mens overskudsgraden i samme periode ikke oplever nogen nævnefærdig stigning. Udviklingen må derfor skyldes de faste omkostninger. Det lader til, at D/S Norden i stor udstrækning formår at tilpasse de variable omkostninger med omsætningen.

Den negative udvikling i overskudsgraden findes i de faste omkostninger. De faste omkostninger, som trækker overskudsgraden ned, er hovedsagligt deres faldende salgsavancer på skibe, de

¹²⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 261.

stigende af- og nedskrivninger på deres skibe, øvrige driftsomkostninger på skibene samt værdireguleringer af sikringsinstrumenter.

De faldende aktivpriser på skibene har betydet, at D/S Norden har valgt ikke og afhænde lige så mange skibe i de senere år i forhold til tidligere. Som beskrevet i *afsnit 3.3.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke* er aktivpriserne faldet gennem de seneste år. D/S Nordens beskriver i deres årsregnskab for 2011, at de nuværende lave priser på skibe, taler for at investere, frem for at sælge skibe. *Afsnit 2 Præsentation af D/S Norden* viste også en stigning i nettoflåden i 2011. Dette og de lave aktivpriser har bl.a. også medført, at af- og nedskrivninger samt øvrige driftsomkostninger på deres skibe er steget.¹²⁹ De lave skibspriser kan medføre, at D/S Norden vil blive nødsaget til at foretage yderligere af- og nedskrivninger. D/S Norden har også i sine forventninger til 2012 udmeldt, at afskrivninger vil være 100-105 mio. USD sammenlignet med ca. 81 mio. USD for 2011. Spørgsmålet er om der er nok, hvilket kan være svært at svare på. Dog er risikoen tilstede.

Værdiregulering af sikringsinstrumenter har været meget svingende i det seneste par år, hvilket skyldes turbulensen på de finansielle markeder. I 2008 og 2011 oplevede D/S Norden fx et tab på disse poster, hvilket skyldes uroen på de finansielle markeder.

4.3.2.3 Aktivernes omsætningshastighed – AOH

Aktivernes omsætningshastighed udtrykker virksomhedens evne til at skabe omsætning i forhold til den kapital, der er investeret. Det måles ved salg pr. investeret kapitalkrone. Formlen fremgår af nedenstående figur:¹³⁰

Figur 44: Formel for AOH

$\text{AOH} = \text{Salg} / \text{Netto driftsaktiver}$

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 268-269

Nedenstående viser beregningen for aktivernes omsætningshastighed samt den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed (1/AOH).

Figur 45: AOH for D/S Norden

Aktivernes omsætningshastighed	2006	2007	2008	2009	2010	2011
AOH	2,55	4,45	4,99	1,69	1,70	1,42
1/AOH	0,39	0,22	0,20	0,59	0,59	0,70

Kilde: Egen tilvirkning

¹²⁹ D/S Nordens årsrapport 2011 side 8 og 43.

¹³⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 262.

Det fremgår af ovenstående figur, at AOH ligesom for overskudgraden viser samme mønster, nemlig en stigende AOH i starten af analyseperioden, hvor den efter 2008 falder frem til 2011. Det bevidner, at D/S Norden med tiden får mindre og mindre salg ud af deres nettodriftsaktiver. Den inverse værdi viser, at kapitalbindingen i nettodriftsaktiverne stiger i forhold til salget. Faldet fra 2008 og frem skal findes i en omsætning, der næsten er halveret fra 2008 til 2011. Som nævnt i *afsnit 3 Strategiske Analyse* er shippingbranchen hårdt mærket af den globale afmatning i verdensøkonomien. Derudover skal faldet i AOH også findes i de stigende nettodriftsaktiver, som primært skal findes i den stigende flåde, som D/S Norden har opbygget gennem årene. Derudover oplevede D/S Norden også en stigning i deres beholdninger, som primært skyldes stigningen i egenflåden fra 28 til 44 enheder, og de stigende priser på bunker. Ligeledes har D/S Norden oplevet en stigning i deres fragttilgodehavender i 2011 sammenlignet med 2010. Dette skyldes primært de ændrede betalingsmønstre fra kunderne, idet de i stigende omfang tilbageholder likviditet til dækning af D/S Nordens betaling for bunkersbeholdning ved kundernes tilbagelevering af timecharterskibe. Dette hænger sammen med de stigende oliepriser kombineret med lave fragtrater. Af samme årsag tilbageholder D/S Norden penge, hvorfor deres leverandørgæld er steget tilsvarende.¹³¹

4.3.3 Finansieringsaktiviteten

Finansieringsaktiviteten har som tidligere nævnt også indflydelse på ROE. Når driftsaktiviteterne i virksomheden derimod også er finansieret med fremmedkapital, kan finansieringsaktiviteten påvirke egenkapitalens forrentning i både positiv og negativ retning. D/S Norden har netto finansielle aktiver. Virksomheder med netto finansielle aktiver vil typisk have et positivt afkast på deres finansieringsaktiviteter (RONFA) i stedet for netto finansielle omkostninger. Nedenstående figur viser de enkelte komponenter i finansieringsaktiviteten.

Figur 46: Finansieringsaktivitet for D/S Norden

Finansieringsaktivitet	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROIC	34,63%	103,51%	80,75%	19,27%	19,57%	5,24%
NFA/(EK+MIN) (negativ gearing)	0,27	0,35	0,43	0,41	0,32	0,20
RONFA	6,93%	6,45%	4,44%	0,99%	-0,41%	0,94%
SPREAD (ROIC-RONFA)	27,70%	97,06%	76,31%	18,28%	19,98%	4,30%
MIA	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
(NFA/(EK+MIN))*SPREAD	7,52%	33,86%	33,16%	7,47%	6,44%	0,86%
ROE	27,22%	69,74%	47,60%	11,80%	13,12%	4,38%

Kilde: Egen tilvirkning

¹³¹ D/S Nordens årsrapport 2011 side 45.

Af ovenstående figur fremgår det, at ROE i hele analyseperioden ligger under ROIC. Dette skyldes et positivt SPREAD vil reducerede ROE, da en del af ejernes investering er anbragt i finansielle aktiver. Hvis de finansielle aktiver giver et lavere afkast end investering i driften, vil ROE være lavere end ROIC.¹³² Som det ses af beregningen $(NFA/(EK+MIN))*SPREAD$, som er det sidste led i beregningen af ROE, der trækkes fra ROIC, trækker dette i alle årene ROE ned. I 2011 er det værd at bemærke, at finansieringsaktiviteten trækker ROE marginalt ned. D/S Norden har haft negativ gearing i alle årene, men der ses en tendens til et fald fra 2009 og frem til 2011, hvilket skyldes, at D/S Norden har oplevet faldende netto finansielle aktiver og stigende egenkapital i perioden.

SPREAD'et er efter 2007 faldet i alle år, hvilket primært skal findes i den faldende ROIC. SPREAD'et er dog positivt, og den faldende tendens er positivt i forhold til påvirkningen af ROE, da finansieringsaktiviteten bidrager mindre negativt end de første par år af analyseperioden.

Udviklingen viser et billede af en virksomhed, der vægter selvfinansiering frem for fremmedfinansiering. Hvis det udelukkende ses på ROE, bidrager selvfinansiering negativt til udviklingen, men selvfinansiering giver virksomheden større spillerum til fx yderligere investeringer. Som beskrevet i *afsnit 3 Strategisk analyse*, er bankerne blevet mere tilbageholdende med finansiering. Ligeledes kan en stor gæld betyde, at bankerne fx vil forlange yderligere sikkerhed eller hurtigere afvikling på gælden. Her kan den danske rederivirksomhed TORM nævnes som et godt eksempel. TORM har for stor gæld. TORM er i øjeblikket truet på deres eksistensgrundlag og er afhængige af deres banker, som stadig stiller større og større krav for at yde henstand på deres lån.

Ligeledes kan det nævnes, at D/S Nordens beskatningsform gør, at der ikke genereres nogen skattemæssig fordel ved at have fremmedgæld.

4.4 Delkonklusion Regnskabsanalyse

Reformulering af D/S Nordens regnskaber viste, at der var "dirty surplus" poster i egenkapitalopgørelsen, som skulle inddrages i den reformulerede resultatopgørelse. Det var værdiregulering af sikringsinstrumenter og dagsværdiregulering af værdipapir. I balancen blev kapitalandele og gæld til joint ventures anset som værende henholdsvis et driftsaktiv og driftsforpligtelse. I resultatopgørelsen indgik salgsavancer på skibe i driftsoverskuddet fra salg. Det skyldes, at D/S Norden i deres årsrapport for 2011 forklarer deres strategi på området. Derfor blev posten vurderet som en del af virksomhedens hovedaktivitet. Ligeledes blev skatten på andet driftsoverskud i den reformulerede resultatopgørelse beregnet på baggrund af de historiske

¹³² Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 257-258.

officielle regnskaber. Dette skyldes tonnageskatten, som ligeledes betyder, at der ikke er nogen skattemæssig fordel ved at have fremmedgæld. Reformulering af D/S Nordens regnskaber blev herefter brugt til rentabilitetsanalysen.

På baggrund af rentabilitetsanalysen kan det konkluderes, at egenkapitalens forrentning har vist en faldende tendens, hvilket ikke er tilfredsstillende. Faldet skal primært findes i driftsaktiviteten, hvor overskudsgraden samt aktivernes omsætningshastighed begge bidrager negativt til denne udvikling. Dette skyldes de faldende skibsavancer de senere år, de stigende af- og nedskrivninger på skibe samt stigende aktiver drevet af en stærk stigende beholdning af skibe, beholdninger og fragttilgodehavender. Dette skyldes til dels, at D/S Nordens ikke har solgt nær så mange skibe som tidligere. Dog har stigningen i leverandørgælden bidraget positivt til aktivernes omsætningshastighed. Omsætningen er siden 2008 næsten faldet til det halve i 2011. D/S Norden har ikke formået at tilpasse de faste omkostninger i samme tempo som omsætningen og ligeledes har selskabet ikke formået i større grad at tilpasse deres nettodriftsaktiver i takt med den faldende omsætning. Positivt er det, at deres bruttomargin i analyseperioden ikke er faldet nævneværdigt, hvilket bevidner om, at D/S Norden har formået at tilpasse de variable omkostninger bedre end de faste omkostninger.

Finansieringsaktiviteten bidrager ligeledes til den negative udvikling i ROE, dog er påvirkningen mindre de seneste år. Et positivt SPREAD vil reducere ROE, når virksomheden har netto

finansielle	aktiver	som	D/S	Norden.
-------------	---------	-----	-----	---------

5 Budgettering

På baggrund af den strategiske analyse samt regnskabsanalysen foretages en budgettering af D/S Norden for perioden 2012 til 2016 efterfulgt af en terminalperiode. Baggrunden for budgetteringen er at finde det fremtidige cash flow for D/S Norden, hvilket er en vigtig del af værdiansættelsen af rederiet. Budgetteringen tager udgangspunkt i salgsvæksten, overskudsgraden fra salg samt udviklingen i nettodriftsaktiver. Ud fra disse findes herefter nettoomsætningen i budgetperioden, driftsoverskuddet fra salg efter skat, ved hjælp af den effektive skattesats, samt nettodriftsaktiverne, hvorefter det frie cash flow kan udledes herfra til brug for den endelige værdiansættelse.

Afsnittet forsøger dermed at besvare *arbejdsspørgsmål 5* samt bidrage til besvarelsen af *arbejdsspørgsmål 6*.

Hele afsnittet opsummeres ved en delkonklusion.

5.1 Salgsvækst

Den strategiske analyse viste nogle svære år for D/S Nordens markeder. Det viste et generelt billede af overudbud af tonnage i år og til dels 2013. Samtidig er fragtraterne faldet ganske voldsomt. Det tyder derfor på, at 2012 og 2013 bliver nogle svære år for D/S Norden. I forbindelse med offentliggørelsen af årsrapporten for 2011 har D/S Norden offentliggjort deres foreløbige forventninger til 2012. Her oplyser de, at de regner med en EBITDA på omkring 110-150 mio. USD og en EBIT på 10-50 mio. USD. Sammenlignet med 2011 er dette et ganske voldsomt fald. Her var EBITDA på ca. 186 mio. USD og EBIT på ca. 104 mio. USD. Der er tale om en halvering af EBIT, hvis der tages udgangspunkt i D/S Nordens høje ende af estimatet. Dette begrundes D/S Norden med de voldsomme ratefald samt overudbud af tonnage der hersker på markederne.¹³³

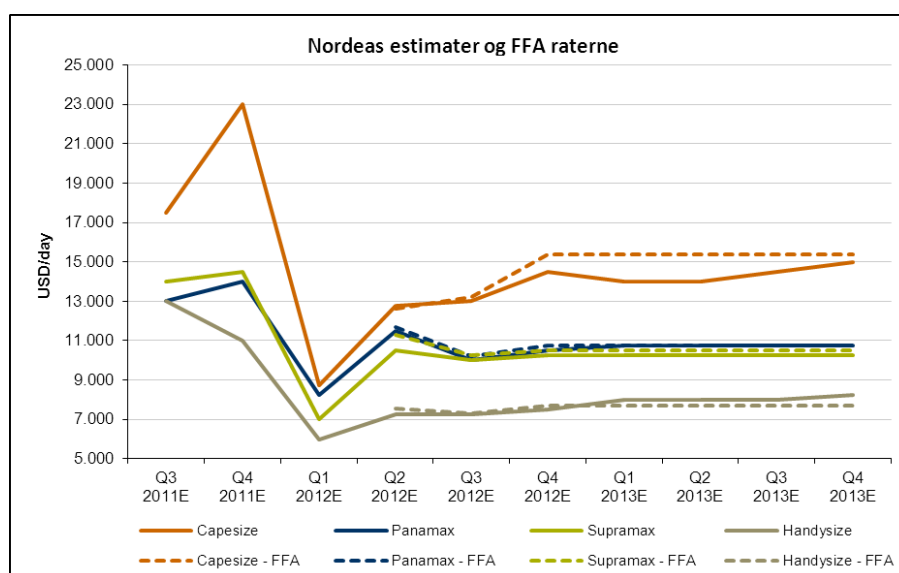
I forlængelse af det store fald i fragtraterne for tørlastsegmentet og til dels tankmarkedet, som er sket i forlængelse af den økonomiske krise forventes det, at fragtraterne forbliver lave i 2012 og vil begynde at rette sig i 2013. Overudbuddet af tonnage vil i år lægge en dæmper på fragtraterne. I takt med, at rederierne tilpasser deres tonnage og skrotning og annulleringer af skibe finder sted, vil markedet begynde at opleve bedre fragtrater. Det vil dog hovedsageligt være primært Kina og Asien, som vil drive efterspørgslen efter råvarerne. *Afsnit 3.1.1 Tørlastmarkedet* viste dog, at Kinas efterspørgsel kan blive lavere i år i forhold til tidligere år på grund af lavere stålproduktion, som følge af lavere byggeaktivitet samt store lagre af jernmalm og kul. I 2013 forventes en bedre tilpasning af tonnage og markedsforholdene forventes at se bedre. *Afsnit 3.1.1.2 Efterspørgsel efter tonnage* på tørlastmarkedet viste en pæn efterspørgselsstigning i 2013. Hvis udbuddet af

¹³³ www.ds-norden.com - Expectations for 2012 og D/S Nordens årsrapport 2011.

tonnage samtidig bliver gradvist tilpasset, kan 2013 se lovende ud for D/S Norden. Dette vil afhænge meget af Asien, herunder Kinas efterspørgsel efter råvarer. En tilbagegang i regionen kan få stor betydning for rederier, der transporterer råvarer i den del af kontinentet. I afsnit 3.1.1.2 *Efterspørgsel efter tonnage* blev det beskrevet, at D/S Norden har 25 % af sin tørlastforretning i Kina og Indien. Positivt er det også, at IMF og OECD forventer en stigning i verdenshandlen i 2013, hvilket kan indikere bedre tider for transport af råvarer.

Nedenstående figur viser, at 2012 ifølge markedets rater for FFA bliver et vanskeligt år med lave fragtrater. Nordea er ligeledes af den holdning. I 2013 forventer Nordea ligeledes, at fragtraterne vil forblive lave, dog med en lille stigning i alle skibssegmenter. Af nedenstående skibssegmenter har D/S Norden flest skibe i Panamax og Handysize¹³⁴. Dette underbygger argumentet med lave fragtrater de kommende år.

Figur 47: FFA rater og Nordeas estimater¹³⁵



Kilde: Nordea

På tankmarkedet forventes der bedre vilkår end tørlastmarkedet. Ordrebogen på tankmarkedet er ikke nær så stor som tørlastmarkedet. Ligeledes forventes udbudsvæksten på tankmarkedet i 2012 og 2013, at være på 2 % ifølge Danmarks Skibskredit. På tørlastmarkedet forventes den at være på henholdsvis 10-12 % og 7 % i 2012 og 2013. De lave fragtrater i år forventes at rette sig i takt

¹³⁴ D/S Norden har også mange skibe i segmentet Handymax, men data på dette segment har ikke været muligt at fremskaffe. Men ifølge Nordea følger Handymax raterne meget tæt Handysize segmentet, hvorfor Handysize raterne er en god forudsigtelse for Handymax raterne.
www.ds-norden.com – Dry Cargo.

¹³⁵ Det kan godt virke som om, at FFA raterne også strækker sig til udgangen af 2013, men det har Nordea valgt af illustrative grunde. De løber frem til og med Q4 2012. Ligeledes har det ikke været muligt at fremskaffe lignende data for tankraterne.

med, at udbuddet bliver tilpasset. Derudover vil lukning af olieraffinaderier i OECD området de kommende år bidrage positivt til en øget tonnageefterspørgsel, som kan komme D/S Norden til gavn. Dette forventes dog først at være gældende om nogle år.

D/S Nordens forretningsmodel bygger på langsigtet afdækning og en fleksibel flåde. Den strategiske analyse viste, at D/S Norden afdækker skibsdagene til en lavere indtjening. Ifølge årsrapporten for 2011 har D/S Norden stort set afdækket alle de kendte skibsdage i tørlastsegmentet for 2012. Dette kan være en ulempe, når markederne vender, men som ovenstående figur viser, tyder det ikke på det foreløbigt. D/S Norden er også været varsomme med at afdække for mange skibsdage i 2013. Ifølge årsrapporten 2011 har D/S Norden på tørlastsegmentet afdækket ca. en tredjedel af de kendte skibsdage. For tanksegmenter er der tale om en afdækning af de kendte skibsdage på ca. 7 %.¹³⁶ *Afsnit 3.4.2 Flåden og afdækning af skibsdage* blev det nævnt, at D/S Norden regner med bedre forhold på spotmarkederne på tanksegmentet, hvorfor afdækningen her er lavere.

Det leder frem til budgettering af omsætningsvæksten i budget- og terminalperioden for henholdsvis tørlast og tank. I 2012 forventes et fald i omsætning fra tørlast på 25 %, hvor omsætningen derefter forventes at rette sig i 2013 med en stigning på 3 % i 2013, som følge af de bedre markedsvilkår. Dog er der stadig usikkerhed i form af efterspørgslen efter tørlastvarer fra de asiatiske lande. Derfor er stigningen i 2013 budgetteret lavere for at tage højde for usikkerheden.

For tank er der budgetteret et fald i omsætningen på 10 % i 2012, hvor omsætningen herefter vil rette sig med en stigning på 5 % i 2013, som følge af at overudbuddet af tonnage gradvist er blevet tilpasset markedsforholdene.

Fra 2014 og frem er omsætningsvæksten svær at budgettere, da shippingbranchen er konjunkturfølsom. Ligeledes er branchen kendetegnet ved et højt kapitalberedskab og adgangsbarriere. Hvis bankernes tilbageholdenhed med finansiering fortsætter, kan det tilskynde flere konkurrenter til at indbefragte skibe. Netop dette kan være en trussel for D/S Nordens fremtidige position på markederne.

Dog viste *afsnit 3.4.1 Finansiell styrke*, at D/S Norden har store likvider til at erhverve tonnage i de nuværende markeder, hvor aktivpriserne er lavere i forhold til tidligere. D/S Norden har også selv meldt ud, at de hellere vil erhverve tonnage til disse priser end af afhænde deres skibe på nuværende tidspunkt. Derfor forventes det, at D/S Norden vil stå godt positioneret på markedet til at indgå nye aftaler med kunder, som følge af efterspørgslen fra blandt andet Asien herunder især

¹³⁶ D/S Nordens årsrapport side 11.

Kina. Der budgetteres derfor med en vækst på 8 % i 2014 og 2015 på tørlast. For tank forventes det at lukning af olieraffinaderier i OECD området vil bidrage positivt til en øget tonnageefterspørgsel. Der budgetteres derfor med en vækst på 10 % i 2014 og 2015, idet det forventes, at D/S Norden har positioneret sig godt på markedet til at tage del i den forventede stigning i tonnageefterspørgslen.

For 2016 er omsætningsvæksten i tørlast og tank sat til 2,5 % ligesom terminalperiode, idet det er svært at forecaste for shippingbranchen, som er meget konjunkturfølsom.

PESTEL analysen viste, at væksten i shippingbranchen er høj korreleret med verdens BNP vækst. Det er vigtigt, at omsætningsvæksten i terminalperioden ikke sættes højere end stigningen i verdens BNP, da en højere vækst vil betyde, at virksomheden på et tidspunkt vil udgøre hele verdensøkonomien. Ligeledes viste *afsnit 3.2.2 Økonomi*, at blandt andet IMF og OECD regner med en global økonomisk vækst på lidt over 3 % i 2012 og lidt højere i 2013. Ud fra dette synes en vækstrate på 2,5 % i terminalperioden som rimelig for D/S Norden.

5.2 Overskudsgrad fra salg

Budgettering af overskudsgraden er baseret på deres kerneaktivitet fra salget. Poster fra andet driftsoverskud er ikke inddraget, da disse ikke er en del af D/S Nordens kerneaktivitet.

Regnskabsanalysen viste, at D/S Norden historisk har været gode til at holde en pæn bruttomargin på trods af faldende omsætning. Dog kan stigende oliepriser betyde yderligere omkostninger. I den strategiske analyse og regnskabsanalysen blev det nævnt, at de stigende nedskrivninger kan blive et problem for D/S Norden, som kan blive tvunget til yderligere nedskrivninger af skibenes værdi som følge af de lave aktivpriser på markedet. Ligeledes har D/S Norden meldt ud, at de til de nuværende lave aktivpriser hellere vil erhverve tonnage frem for at afhænde. Det vil betyde, at salgsavancer fra skibe ikke vil være særlige høje de kommende år. Derudover vil en øget skibsflåde medføre stigende omkostninger. Dog har D/S Norden mulighed for at tilpasse flåden, idet nogle af deres skibe er indbefragtede for en kortere periode.

Derudover er pirateri et stigende problem, hvilket betyder øgede omkostninger for de enkelte rederier i form af skærpede sikkerhedsforanstaltninger. Hvis olieprisen stiger, vil det betyde, at bunkerolie også vil stige, idet *afsnit 3.3.2.2 Bunkerolie* viste en høj indbyrdes korrelation. Den fortsatte store efterspørgsel efter olie kan betyde stigende oliepriser fremover, idet det kan frygtes om udbuddet kan følge med den stigende behov for olie. Nordea mener i sin seneste prognose, at olieprisen vil stige i år og næste år, hvilket ikke er gode nyheder for D/S Norden.

Som nævnt ved budgetteringen af omsætningen har D/S Norden annonceret sine forventninger til 2012, hvor de regner med en EBIT omegnen af 10-50 mio. USD. I 2012 forventes overskudsgraden at være 3 % på grund af risikoen for øgede omkostninger. Overskudsgraden vil forblive i den lave ende i 2013, hvor overskudsgraden er sat til 4 %, idet der forventes bedre aktivpriser og derved en lidt lavere af- og nedskrivninger på skibe som følge af at udbuddet af tonnage gradvist er tilpasset. Dette kan betyde stigende skibspriser for nye og brugte skibe. Derfor er der ligeledes budgetteret med stigende skibsavancer. På længere sigt forventes det, at skibspriserne kan stige yderligere i takt med flere og flere skibe forlader verdenshavene, hvilket kan betyde faldende af- og nedskrivninger samt øget salgsavancer for D/S Norden. Det forventes ikke, at D/S Norden når de samme historiske overskudsgrader, idet der forventes stigende omkostninger forbundet med skibsdrift. Det vil primært være de stigende omkostninger til bunkerolie, der vil påføre rederierne ekstra omkostninger. I 2014 og 2015 er overskudsgraden derfor budgetteret til 9 %.

De samme overskudsgrader forventes ikke at blive realiseret i al evig fremtid. Af de samme årsager som for omsætningsvæksten, er overskudsgraden i 2016 den samme som for terminalperioden, hvilket er 6 %. Dette skyldes de generelle stigende omkostninger forbundet med skibsdrift. Det er blandt andet omkostninger til bunkerolie, hvor også udgifter til opfyldelse af miljø- og lovkrav samt piratbekæmpelse forventes at påføre rederierne yderligere udgifter. Derudover bør der tages hensyn til nedgangsperioder ligesom det er tilfældet i øjeblikket. Dette kan ikke afvises, da shippingbranchen er meget konjunkturfølsom.

5.3 Effektiv skattesats

D/S Norden har i analyseperioden oplevet en gennemsnitlig effektiv skattesats på 3,6 %. Denne sats er valgt ud fra en vurdering om, at de historiske tal er repræsentative for D/S Norden. Det skyldes manglende oplysninger fra D/S Nordens historiske årsrapporter om de pågældende satser. Som nævnt tidligere i opgaven er D/S Norden underlagt tonnageskatten, hvorfor den almindelige selskabsskatteprocent på 25 % vil være misvende som værende den effektive skattesats i budgetperioden. Ligeledes har D/S Norden som nævnt tidligere i opgaven forlænget ordningen for en 10 årig periode frem til 2021. Derfor er den valgte effektive skattesats den bedste tilgængelige metode til brug for budgetteringen.

5.4 Udvikling i nettodriftsaktiver

Som beskrevet tidligere i opgaven opererer D/S Norden meget med operationel leasing. Som nævnt i afgrænsningen er disse ikke aktiveret i de reformulerede opgørelser. Beskrevet i *afsnit 2.3 Flåden* forventer selskabet leveringer af nye skibe de kommende år, hvor en større andel af disse

vil indgå i deres masse af leasede skibe, hvorfor udviklingen i nettodriftsaktiverne i DCF modellen ikke er direkte sammenhængende med D/S Nordens ordrebog de kommende år.

Historisk har nettodriftsaktiverne ikke fulgt udviklingen i omsætningen, hvilket skyldes de tunge aktiver. Disse er svære at tilpasse som følge af nedgang på markederne. Ligeledes bruger D/S Norden operationel leasing, hvilket ikke bliver afspejlet i D/S Nordens balance. Derfor vil der i stedet tages udgangspunkt i udviklingen i nettodriftsaktiverne, da dette vurderes at give et mere retvisende billede. Ligeledes har D/S Norden i deres årsopgørelse for 2011 indikeret, at de hellere vil opkøbe tonnage til de nuværende lave aktivpriser frem for at afhænde aktiver. Således vil rederiet stå bedre positioneret, når markederne igen vender. D/S Norden indikerer således, at i nedgangstider vil de opkøbe tonnage, mens de i opgangsperioder i større grad vil afhænde tonnage til attraktive aktivpriser. Dette vil blive afspejlet i budgetperioden.

I 2011 oplevede D/S Norden stigende nettodriftsaktiver primært drevet af skibsaktiverne. D/S Norden har meldt ud, at de med de nuværende lave aktivpriser hellere vil investere i tonnage. Derfor må det forventes, at noget af den øget tonnage vil være køb af skibe mens resten vil være leasede skibe. Dog kan risikoen for yderligere nedskrivning på skibe medføre, at skibsaktiverne skal reduceres. Ligeledes kan bankernes tilbageholdenhed med finansiering medføre et fald i skibspriserne, hvilket kan tvinge rederierne til yderligere nedskrivning. Dette kan tilskynde D/S Norden til at lease flere skibe frem for at købe. Dog viste *afsnit 3.4.1 Finansiell styrke* under den strategiske analyse, at D/S Norden stadig formår at indgå kreditfaciliteter med sine banker, men risikoen kan ikke overses.

Det leder frem til følgende budgettering af udvikling af nettodriftsaktiver. I 2012 forventes det, at nettodriftsaktiverne vokser med 5 %, da rederiet forventes at opkøbe tonnage samtidig, at nogle af deres skibe i deres ordrebog bliver leveret. Som nævnt i *afsnit 3.4.1 Finansiell styrke* forventes det, at rederiet vil trække på den ene kreditfacilitet i år og den næste i 2013. Det kan forventes, at noget af likviditetstrækket vil gå til køb af tonnage. I stigningen på 5 % er indregnet en øget risiko for nedskrivning af aktiverne som følge af de lave aktivpriser.

For 2013 forventes en stigning i nettodriftsaktiverne på 4 %, hvilket skyldes den lidt lavere ordrebog jf. *afsnit 2.3 Flåden*. Dog kan det sagtens være, at ordrebogen vil tælle lidt flere skibe i den kommende tid. Dette vil dog være svært at budgettere med, hvorfor et lille fald i stigning fra nettodriftsaktiverne i forhold til 2012 er budgetteret.

I 2014 og 2015 forventes de bedre markedsvilkår, at nettodriftsaktiverne vil falde i takt med at D/S Norden, afhænder nogle af deres skibe til bedre aktivpriser. Derfor budgetteres et fald i nettodriftsaktiverne på 4 % i begge år.

Af de samme årsager som for omsætningsvæksten og overskudsgraden er udviklingen i nettodriftsaktiverne i 2016 den samme som for terminalperioden, hvilket er en 0,5 %. Det forventes, at D/S Norden i terminalperioden vil følge udviklingen i omsætningsvæksten på de 2,5 %, hvorfor en lille stigning i deres nettodriftsaktiver synes retfærdighed.

5.5 Delkonklusion Budgettering

Budgetperioden starter med et fald i omsætningen i både tørlast og tank som følge af overudbud af tonnage samt de lave fragtrater. Det forventes, at omsætningen stiger svagt i 2013, hvorefter omsætningen stiger yderligere som følge af de bedre markedsvilkår. Det sidste år af budgetperioden og i terminalperioden forventes omsætningen at være under det globale vækstniveau.

Overskudsgraden vil på kort sigt komme under pres, hvilket skyldes risikoen for øgede omkostninger til af- og nedskrivning og bunkerolie. Derudover forventes det heller ikke, at skibsavancerne vil være særlige høje de kommende år. På længere sigt forventes overskudsgraden at stige som følge af de bedre markedsvilkår, øgede skibsavancer og faldende nedskrivninger på skibe. Det sidste år af budgetperioden samt terminalperioden forventes overskudsgraden at ligge lidt lavere i forhold til de foregående år på grund af de generelt stigende omkostninger forbundet med skibsdrift samt hensyntagen til nedgangsperioder på shippingmarkedet.

Udviklingen i nettodriftsaktiverne forventes at stige de kommende år som følge af D/S Nordens strategi med opkøb af tonnage til lave aktivpriser samt leveringer fra deres nuværende ordrebog. Derefter forventes der et fald i nettodriftsaktiverne, da D/S Norden forventes at afhænde flere skibe til bedre aktivpriser, når markedsforholdene bliver bedre. I det sidste år i budgetperioden samt terminalperioden forventes udviklingen i nettodriftsaktiverne at følge omsætningsvæksten med en lille stigning.

6 Afkastkrav

Jf. metodeafsnittet sker værdiansættelsen af D/S Norden ud fra DCF-modellen. I DCF-modellen indgår afkastkravet for virksomheden (WACC), og dette afsnit beskriver hvorledes dette afkastkrav kan estimeres, samt hvorledes det er gjort. Afsnittet vil starte med at fastsætte kapitalstrukturen i D/S Norden, hvorefter ejernes- samt fremmedkapitalens afkastkrav kan estimeres. Det antages, at afkastkravet og kapitalstrukturen er konstant over tid¹³⁷. På baggrund af de enkelte delafsnit vil WACC kunne udregnes til brug for den endelige værdiansættelse af D/S Norden. Afsnittet forsøger dermed at besvare *arbejdsspørgsmål 4* og bidrage til besvarelsen af *arbejdsspørgsmål 6*.

WACC udtrykker det forventede afkast på den investerede kapital. WACC anvendes som diskonteringsfaktor, når nutidsværdien af de fremadrettede cash flows skal beregnes. Udregningen af WACC sker efter følgende formel, når virksomheden har netto finansielle aktiver¹³⁸:

$$\text{WACC} = \text{EK}/(\text{NFA}+\text{EK}) * r_E - \text{NFA}/(\text{NFA}+\text{EK}) * r_{FA}$$

Hvor:

$\text{EK}/(\text{NFA}+\text{EK})$ = Egenkapitalens andel

$\text{NFA}/(\text{NFA}+\text{EK})$ = Netto finansielle aktivers andel

r_E = Afkastkrav på egenkapitalen

r_{FA} = Afkastkrav på netto finansielle aktiver

Da D/S Norden er indbefattet af tonnageskatteloven betyder det, at selskabet ikke får fradrag for renteomkostninger og derved heller ikke beskattes af renteindtægter.¹³⁹

6.1 Kapitalstruktur

Det er vigtigt, at der benyttes markedsværdi af de forskellige faktorer, da de bogførte værdier ikke fortæller noget om virksomhedens reelle værdi. Dette er et problem, idet kendskab til markedsværdierne ikke antages at eksistere, da dette er hele formålet med opgaven. For at løse dette problem er man nødt til at forecaste en target rate, så det er muligt at fastsætte den fremtidige kapitalstruktur. Derefter er det muligt at finde WACC.¹⁴⁰

¹³⁷ I afsnit 7.2 Følsomhedsanalyse vil der blive foretaget følsomhedsberegninger på WACC.

¹³⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 54

¹³⁹ www.retsinformation.dk – Tonnageskatteloven

¹⁴⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 55

For at beregne gældsandelen beregnes først markedsværdien af egenkapitalen og dernæst værdien af netto finansielle aktiver. Aktiekursen for DS Norden var 2. maj 2012 157,50 DKK og antallet af aktier var 43.000.000. Dette giver en markedsværdi på DKK 6.772.500.000.¹⁴¹

Da der på D/S Nordens netto finansielle aktiver ikke er oplyst nogen markedsværdi, er det nødvendigt med en approksimation for markedsværdien af de netto finansielle aktiver. Den bogførte værdi af netto finansielle aktiver pr. 31. december 2011 brugt som approksimation for markedsværdien af selv samme.

D/S Nordens netto finansielle aktiver var pr. 31. december 2011 på 242.132.000 USD. DKK/USD kursen var pr. 2. maj 2012 på ca. 5,66.¹⁴² Dette giver en værdi på DKK 1.370.467.120.

Det leder frem til en kapitalstruktur på ca. 83 % egenkapital og ca. 17 % netto finansielle aktiver. Denne benyttes som den fremadrettede kapitalstruktur for D/S Norden.

6.2 Afkastkrav på netto finansielle aktiver

I de næste afsnit, når blandt andet den risikofrie rente estimeres, benyttes en 10 årig amerikansk statsobligation. For at være konsistent anvendes samme 10 årige amerikanske statsobligation som afkastkravet på netto finansielle aktiver. Den 10 årige amerikanske statsobligation har en effektiv rente på 1,89 % pr. 2. maj 2012¹⁴³. De nuværende effektive renter på de amerikanske statsobligationer har gennem den økonomiske krise oplevet fald i renterne. Dette skyldes, at investorerne søger mod sikre havne, hvilket USA blandt andet anses for at være. Det er ikke hensigten at vurdere om den effektive rente er "korrekt". Finansmarkederne fastsætter prisen på de enkelte obligationer. Ligeledes bygger vurderingen på "lave" effektive renter på baggrund af historiske sammenligninger, hvilket ikke nødvendigvis er et godt argument.

6.3 Afkastkrav på egenkapitalen

Egenkapitalomkostninger er at betragte som en offeromkostning svarende til det afkast, som virksomhedens ejere kunne forvente at opnå fra alternative investeringsmuligheder med samme risiko. CAPM modellen vil her være den teori der bliver taget udgangspunkt i, når ejernes afkastkrav skal udregnes, hvor målet er at finde det risikojusterede afkastkrav. Teorien bag modellen antager, at investorer som udgangspunkt er risikoaverse, og derfor forventer at blive kompenseret for den påtagede risiko, den såkaldte risikopræmie. CAPM viser kort fortalt

¹⁴¹ www.nasdaqomxnordic.com – D/S Norden og www.ds-norden.com - Investor

¹⁴² D/S Nordens reformuleret balance og www.nationalbanken.dk.

¹⁴³ www.bloomberg.com – Markets – Government Bonds

sammenhængen mellem risiko og afkast og dets ligevægt.¹⁴⁴ CAPM estimerer ejernes afkastkrav ud fra følgende formel:

$$R_e = r_f + \beta_e [(E(r_m) - r_f)]^{145}$$

Hvor:

R_e = Afkastkrav på egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

β_e = Beta på den systematiske risiko

$[(E(r_m) - r_f)]$ = Markedets risikopræmie (afkast fra markedsporteføljen – risikofri rente)

De enkelte elementer i CAPM modellen vil enkeltvis blive gennemgået for derefter at udregne afkastkravet på egenkapitalen.

6.3.1 Risikofri rente (r_f)

Den risikofrie rente er bestemt i *afsnit 6.2 Afkastkrav på netto finansielle aktiver*, og denne vil også bruges til CAPM modellen. Den er fastsat til 1,89 %. Teoretisk er den risikofri rente lig med renten på nulkuponobligationer, hvor der ikke er konkurs- og reinvesteringsrisiko, der matcher tidshorisonten på hver af de pengestrømme, som tilbagediskonteres. Problemet er, at der i teorien skal bruges forskellige risikofrie renter med forskellige løbetider, der matcher pengestrømmene i de enkelte år. Det vil kræve, at der for hvert år i budgetperioden udregnes en ny WACC. I praksis anvendes den effektive rente for den toneangivende 10 årige statsobligation, som estimat for den risikofrie rente. Derudover bør der anvendes en statsobligation i samme valuta, som de underliggende pengestrømme, for at højde for inflationen. D/S Nordens hovedvaluta er USD, hvorfor en 10-årig amerikansk statsobligation er valgt.¹⁴⁶

6.3.2 Beta (β)

Beta repræsenterer et aktivs følsomhed i forhold til den generelle markedsrisiko. Den generelle markedsrisiko kaldes også den systematiske risiko. Den systematiske risiko rammer alle aktiver på markedet i forskellig udstrækning. Den systematiske risiko kan ikke diversificeres væk, og det er så at sige den uundgåelige risiko, der er forbundet ved at investere i et aktiv. Beta er mål for

¹⁴⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 50.

¹⁴⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 51.

¹⁴⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 51 og Financial Statement Analysis side 249-251.

hvorledes virksomheden eller aktivet korrelerer med markedsporteføljen, som har en beta på 1. Nedenfor er vist sammenhængen mellem beta-værdi og risiko.¹⁴⁷

Figur 48: Betaværdi

$\beta = 0$	Investering med en risiko svarende til risikoen i en "risikofri" investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedet.
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedet.

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse og egen tilvirkning

Beta for D/S Norden er udregnet ved hjælp af en regressionsanalyse på baggrund af historiske data for afkastet på D/S Nordens aktie samt afkastet for et markedsindeks. Markedsporteføljen er OMXC20-indekset¹⁴⁸. D/S Norden er noteret på Nasdaq OMX. D/S Norden er ikke en del af OMXC20-indekset, men har tidligere været optaget på indekset. Det var de så sent som indtil 19. december 2011.¹⁴⁹ Betaværdien for D/S Norden er udregnet på baggrund af 5 års data fra 2. maj 2007 til 2. maj 2012. Dette giver en beta for DS Norden på 0,98¹⁵⁰. For at validere betaværdien er denne sammenlignet med betaværdien udregnet af Bloomberg, som også udregner D/S Nordens beta mod OMXC20-indekset. Her er betaværdien 0,947¹⁵¹, hvorfor det må konkluderes, at den udregnede beta er retvisende. Ulempen er, at den beregnede betaværdi er på baggrund af historiske data, og det ikke er sikkert, at den afspejler den fremtidige betaværdi for selskabet. Dog er metoden valgt alligevel, da det vurderes som den mest anvendelige metode. Ligeledes bruger Bloomberg samme metode, hvorfor det konkluderes at den udregnede betaværdi er retvisende for videre brug.

6.3.3 Markedets risikopræmie ($E(r_m) - r_f$)

Den generelle risikopræmie på markedet er forskellen mellem det forventede afkast på markedsporteføljen (fx OMXC20) og den risikofrie rente (afkastet på en statsobligation).

¹⁴⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 52-53.

¹⁴⁸ Indeks over de 20 mest omsatte aktier registreret på fondsbørsen.

¹⁴⁹ www.nasdaqomxnordic.com

¹⁵⁰ Se bilag 12.

¹⁵¹ Se bilag 13.

Risikopræmien er et udtryk for den kompensation, investorer forventer at få for at holde aktier i stedet for den risikofrie rente.

I opgaven betegnes det risikofrie alternativ således ud fra den 10 årige amerikanske statsobligation. Idet beta er udregnet ud fra OMXC20-indekset, vil risikopræmien ligeledes udregnes på baggrund af afkastet fra OMXC20-indekset. Afkastet er beregnet ud fra samme tidsperiode som betaværdien. Nedenstående figur viser OMXC20-indeksets afkast og den udregnede risikopræmie på markedet.

Figur 49: Risikopræmie for D/S Norden

Markedets risikopræmie	
Afkast fra OMXC20	10,46 %
Risikofri rente	1,89 %
Risikopræmie	8,57 %

Kilde: Egen tilvirkning

Aktiers natur tilsiger, at man skal have et højere afkast for en vel diversificeret portefølje end for en statsobligation. Spørgsmålet er hvor stor en risikopræmie der skal kræves, og om alle investorer nødvendigvis kræver samme afkast. Der er stort set ingen som kan komme med et "rimelig" bud på den generelle præmie, og der er i hvert fald intet der tyder på, at denne er konstant over tid eller, at investorerne er enige om, hvad der er et "rigtigt" niveau. I mangel af bedre vælger man ofte den implicite risikopræmie som udgangspunkt, baseret på markedets aktuelle værdiansættelse. Derfor vurderes den fundne værdi som en valid risikopræmie.¹⁵²

Afkastkravet på egenkapitalen kan nu beregnes ud fra CAPM modellen:

$$R_e = 1,89 \% + 0,98 * 8,57 \% = 10,29 \%$$

6.4 WACC for D/S Norden

Da kapitalstruktur, afkastkrav på netto finansielle aktiver og afkastkrav på egenkapitalen er beregnet kan D/S Nordens WACC nu beregnes.

$$WACC = 0,83 * 10,29 \% - 0,17 * 1,89 \% = 8,22 \%$$

¹⁵² Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 51-52.

7 Værdiansættelse

Dette kapitel omhandler selve værdiansættelsen af D/S Norden samt en følsomhedsanalyse af D/S Nordens værdi ved ændringer i afkastkravet samt omsætningsvæksten. Værdiansættelsen sker som nævnt i metodeafsnittet gennem DCF modellen, som derefter viser om D/S Norden er korrekt prisfastsat. Værdiansættelse bliver suppleret med multiplum EV/EBITDA for at sammenholde dette med resultatet fra DCF modellen. Afsnittet forsøger dermed at besvare *arbejdsspørgsmål 6*.

Hele afsnittet opsummeres ved en delkonklusion.

7.1 DCF

The discounted cash flow model (DCF modellen) er den mest anvendte model inden for værdiansættelse af virksomheder. DCF modellen opgøres ved at tilbagediskontere alle de budgetterede frie cash flows samt tillægge en terminalværdi, som skal udgøre virksomhedens restlevetid. DCF modellen værdiansætter hele virksomheden for både ejerne og långivernes synsvinkel, og derfor skal man fratrække virksomhedens gæld efterfølgende, for at udregne den teoretiske aktiekurs på baggrund af egenkapitalen. DCF modellen måler dermed virksomhedens pengestrømme som vedrører driften, og denne kan så frit fordeles mellem långivere samt aktionærer. Nedenstående viser DCF formelen til brug for værdiansættelse af D/S Norden. Formlen er fremkommet under forudsætning af, at al overskydende likviditet investeres i projekter der har en nutidsværdi på 0, da modellen ellers vil overvurdere værdien af virksomheden.¹⁵³

Figur 50: DCF formel

$$E = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{1+WACC^t} + \frac{FCFF_{t+1}}{WACC-g} \frac{1}{1+WACC^T} - NFF - MIN}_{\text{Enterprise værdien}}$$

Equity værdien

Kilde: Financial Statement Analysis og egen tilvirkning

I D/S Nordens tilfælde med netto finansielle aktiver i stedet for netto finansielle forpligtelser tillægges den bogførte værdi pr. 31. december 2011 til enterprise værdien. Til sidst fratrækkes minoritetsinteresserne for at finde equity værdien. For at finde aktiekursen divideres equity værdien med antallet af udestående aktier. Da D/S Nordens regnskaber er opgjort i USD omregnes dette til

¹⁵³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 41-43 og Financial Statement Analysis side 216-217.

danske kroner ved hjælp af dollarkursen pr. 2. maj 2012, som var på ca. 5,66.¹⁵⁴ Således fremkommer aktiens pris, som derefter kan sammenlignes med markedskursen pr. 2. maj 2012.

Nedenstående figur viser udregningen af D/S Nordens værdi ud fra DCF modellen.

Figur 51: Værdiansættelse med DCF modellen

Budget for D/S Norden (Beløb i USD 1000)				Budgetperiode			Terminalperiode
	Regnskab 2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	
Omsætningsvækst tørlast		-25,00%	3,00%	8,00%	8,00%	2,50%	2,50%
Omsætningsvækst tank		-10,00%	5,00%	10,00%	10,00%	2,50%	2,50%
Nettoomsætning tørlast	1.936.341	1.452.256	1.495.823	1.615.489	1.744.728	1.788.347	1.833.055
Nettoomsætning tank	336.478	302.830	317.972	349.769	384.746	394.364	404.224
Samlet nettoomsætning	2.272.819	1.755.086	1.813.795	1.965.258	2.129.474	2.182.711	2.237.279
OGsalg (før skat)		4,39%	2,00%	4,00%	9,00%	9,00%	6,00%
DOsalg før skat	99.806	29.045	59.833	145.394	157.026	107.301	134.237
Skat (3,6 %)		-1.046	-2.154	-5.234	-5.653	-3.863	-4.833
DOsalg efter skat	93.659	27.999	57.679	140.160	151.373	103.438	129.404
Udvikling i NDA		5,00%	4,00%	-4,00%	-4,00%	0,50%	0,50%
Nettodriftsaktiver (NDA)	1.752.287	1.839.901	1.913.497	1.836.958	1.763.479	1.772.297	1.781.158
Årlig tilvækst - ΔNDA		87.614	73.596	-76.540	-73.478	8.817	8.861
FCF = DO-ΔNDA		-59.615	-15.917	216.700	224.851	94.621	120.543
DCF							
Tilbagediskonteringsfaktor	1,000	0,924	0,854	0,789	0,729	0,674	0,674
Tilbagediskonteringsværdi		-55.087	-13.591	170.976	163.932	63.745	1.419.735
Minoritetsinteresser	66						
Netto fin.aktiver (NFA)	242.132						
WACC	8,22%						
Nutidsværdi FCF sum	329.976						
Terminalværdi	1.419.735						
Enterprise værdi							
DCF (sum af nutidsværdi FCF og terminalværdi)	1.749.711						
Equity værdi							
DCF (+NFA-MIN)	1.991.777						
Aktiekurs pr. 2. maj 2012							
Antal aktier	43.000.000						
USD kurs pr. 2. maj 2012	5,60						
Endelig kurs	267						

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses, at der forventes negativt cash flow for D/S Norden det første år og andet år af budgetperioden. Det skyldes de stigende investeringer i skibe, som der blev budgetteret med i *afsnit 5 Budgettering*, hvilket betyder negativt cash flow. Herfra forventes positivt cash flow, da det er forventet, at D/S Norden afhænder flere aktiver.

Den endelige kurs for D/S Norden er udregnet til 267 DKK pr. 2. maj 2012. Sammenlignes den med markedsværdien for aktien af samme dato tyder det på, at aktien på nuværende tidspunkt er

¹⁵⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 41-43 og www.nationalbanken.dk.

undervurderet, idet markedskursen er 157,5 DKK. Det svarer til, at aktien er undervurderet med ca. 70 %, hvis forudsætningerne samt antagelserne bag værdiansættelsen gøres gældende.

Der kan være mange årsager til, at den estimerede kurs afviger fra den officielle kurs. Den nuværende afmatning i verdensøkonomien kan være en af dem. Investorerne er meget usikre på, hvilken vej økonomierne skal gå. Der hersker i øjeblikket en gældskrise i euro-området samtidig med, at investorerne holder øje med nøgletal fra verdens førende økonomi USA for at finde tegn på forbedringer. Da 90 % af verdenshandlen går gennem shipping betyder det, at branchen er særlig følsom over for ændringer i verdensøkonomien. Ligeledes er aktiekursen påvirket af situationen på D/S Nordens markeder, som beskrevet i opgaven.

Da WACC benyttes som diskonteringsfaktor i DCF modellen, har den udregnede WACC også betydning for den estimerede værdi af D/S Norden.

7.2 Følsomhedsanalyse

For at undersøge hvor følsomheden i den fundne aktiekurs gennemføres en følsomhedsanalyse, hvor der ændres i faktoren WACC og væksten i omsætningen i budgetperioden. Nedenstående figur viser ændringen i aktiekursen samt den procentvise ændring i forhold til den fundne aktiekurs i DCF modellen.

Figur 52: Følsomhedsanalyse af D/S Nordens estimeret værdi

Ændring i aktiekurs	Ændring i WACC							
	-3,00%	-2,00%	-1%	0,00%	1%	2,00%	3%	
	3,00%	611	455	365	306	264	234	210
	2,00%	582	434	348	293	253	224	202
	1,00%	554	414	333	280	242	215	193
	0,00%	527	394	317	267	232	206	185
	-1,00%	501	375	303	255	222	197	178
	-2,00%	477	358	289	244	212	189	171
	-3,00%	453	340	275	233	203	181	164
Ændringen i procent	Ændring i WACC							
	-3,00%	-2,00%	-1%	0,00%	1%	2,00%	3%	
	3,00%	129%	70%	37%	15%	-1%	-12%	-21%
	2,00%	118%	63%	30%	10%	-5%	-16%	-24%
	1,00%	107%	55%	25%	5%	-9%	-19%	-28%
	0,00%	97%	48%	19%	0%	-13%	-23%	-31%
	-1,00%	88%	40%	13%	-4%	-17%	-26%	-33%
	-2,00%	79%	34%	8%	-9%	-21%	-29%	-36%
	-3,00%	70%	27%	3%	-13%	-24%	-32%	-39%

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses, at de største ændringer i kursen fremkommer, når WACC nedsættes. Det ses også, at de største ændringer fremkommer ved ændring af WACC, hvilket skyldes at de frie cash flows fra hvert enkelt budgetår tilbagediskonteres med denne faktor. Fastholdes salgsvæksten ses det, at

aktiekursen svinger mellem 185 og 527 DKK, når WACC ændres. Hvis WACC i stedet fastholdes, svinger aktiekursen mellem 233 og 306 DKK, når salgsvæksten ændres i budgetperioden.

7.3 Multipelanalyse

I praksis er det meget anvendt at sammenligne et selskab med konkurrenterne via multipler, som er relative værdiansættelsesmodeller. Man kan derved vurdere, om et givent selskab er over- eller undervurderet i forhold til konkurrenterne. Ligeledes kan de bruges til at vurdere ens estimat ved hjælp af DCF modellen. Derved kan der fås en indikation om den fundne aktiekurs er retvisende.

Multipler skal dog anvendes meget nøje, og bør kun anvendes som et supplement til en af de kapitalværdibaserede modeller. Multiplerne giver nemlig et øjebliksbillede af selskaber i samme branche (peer-gruppe). Multiplerne har mange svagheder som model. De tager blandt andet ikke hensyn til virksomhedsspecifikke forskelle i vækst, pengebinding, kapitalstruktur samt forskellige regnskabsprincipper. Hvis en eller flere af disse hensyn afviger væsentligt fra gennemsnittet af peer-gruppen, kan den udregnede multiple vise en unfair værdi. Det er derfor af stor betydning, at selskaberne i samme peer-gruppe har samme risikoprofil og vækstpotentiale. Det kræver dog en grundig gennemgang af hvert selskab, hvilket opgaven har afgrænset sig fra.¹⁵⁵

Det er valgt at benytte EV/EBITDA multipel. Dette er gjort, da EV/EBITDA ignorerer forskelle i afskrivningsprincipper samt fokuserer på driftsresultatet i virksomheder. I modsætning til P/E-multiple der fokuserer på nettoresultatet og herved medtager kapitalstrukturens effekt i form af renter og andre ikke operationelle tab.¹⁵⁶ *Afsnit 3.4.1 Finansiell Styrke* viste en stor forskel på selskabernes gældsandel, hvorfor kapitalstrukturen vil være meget forskellig. Ligeledes viste *afsnit 3.2.1.3 Tonnageskat*, at D/S Norden betaler skat efter andre principper end de almindelige selskabsskatteregler i Danmark.

EV/EBITDA viser, hvad der skal betales for en kroners overskud fra virksomhedens aktivitet før afskrivninger og skat. Den udregnes ved at tage markedsværdien af egenkapitalen plus markedsværdien af netto rentebærende gæld og dividere med indtjeningsbidraget (EBITDA)¹⁵⁷.

Nedenfor er EV/EBITDA beregnet for D/S Norden og dens konkurrenter på tørlastmarkedet. Der er valgt de samme selskaber som Nordea har valgt i sine analyser, som blev brugt i *afsnit 3 Strategisk analyse*. Til at udregne EV/EBITDA for D/S Nordens og dens peer-gruppe er der taget udgangspunkt i data fra Bloomberg.

¹⁵⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 30-33.

¹⁵⁶ Financial Statement Analysis side 226-233.

¹⁵⁷ For D/S Nordens tilfælde fratrækkes netto finansielle aktiver idet selskabet ikke har netto finansielle forpligtelser.

Figur 53: EV/EBITDA for D/S Norden og konkurrenterne

EV/EBITDA	2011 regnskab	2. maj 2012	2012E	2013E
D/S Norden	3,89	5,12	6,82	5,68
Diana Shipping	3,46	3,65	5,00	7,27
DryShips Inc	9,89	10,70	7,91	7,30
Excel Maritime Carriers	10,71	10,95	16,42	13,79
Genco Shipping	7,47	7,29	15,18	13,55
Golden Ocean	6,29	7,23	7,36	5,92
Jinhui Shipping	¹⁵⁸	2,83	5,65	5,16
Gennemsnit (uden D/S Norden)	7,56	7,11	9,59	8,83

Kilde: Bloomberg og egen tilvirkning

Det ses, at D/S Norden har en EV/EBITDA, der er lavere end gennemsnittet i alle perioder. Således fremstår D/S Norden billigere prissat end markedsgennemsnittet ud fra den nuværende værdi pr. 2. maj 2012 og fremad, som selvfølgelig vil indeholde en større usikkerhed. EV/ EBITDA viser, at D/S Norden har en generel billigere prisfastsættelse. Dog er der enkelte selskaber som med deres meget høje multiple trækker gennemsnittet op. Normalt kræver nærværende værdiansættelsesmetode en grundig viden om de enkelte selskaber som indgår i peer-gruppen, men dette er som nævnt tidligere ikke en del af opgaven. Tilgangen minder derfor mest om en "quick and dirty" tilgang til værdiansættelse af D/S Norden for at understøtte DCF- og følsomhedsanalysen.

Det kan indikere, at D/S Norden er undervurderet i forhold til den valgte peer-gruppe, hvilket understøtter den fundne aktiekurs ved hjælp af DCF modellen.

7.4 Delkonklusion

DCF modellen viste, at D/S Norden i øjeblikket er undervurderet i forhold til markedskursen. Ifølge beregningerne er D/S Norden i øjeblikket undervurderet med ca. 70 %.

Følsomhedsanalysen viste, at aktiekursen er særlig følsom over for ændringer i WACC, hvilket skyldes at de frie cash flows fra hvert enkelt budgetår tilbagediskonteres med WACC. Særlig følsom var aktien, når WACC blev nedsat.

¹⁵⁸ Data ikke tilgængeligt.

Ligeledes viste en multipelanalyse ved hjælp af multiplum EV/EBITDA, at D/S Norden i øjeblikket handles til en lavere EV/EBITDA værdi i forhold til gennemsnittet af peer-gruppen. Derved kan det ligeledes indikere, at D/S Norden i øjeblikket er undervurderet.

8 Konklusion

D/S Norden er et dansk rederi, som opererer globalt. Siden D/S Norden blev skiftet tilbage i 1871, har rederiet haft deres hovedkontor i Danmark. Derudover har D/S Norden kontorer rundt om i verden, hvor de servicerer deres kunder.

D/S Nordens flåde består til dels af egne skibe kombineret med langtidsindbefragtede skibe. Derudover indbefragter rederiet også skibe på kort sigt, og netop dette skaber en fleksibilitet i D/S Nordens flåde. Den forretningsmodel sikrer D/S Norden en fleksibel flåde, således de relativt nemmere kan tilpasse deres flåde de gældende markedsforhold.

Analysen af tørlast- og tankmarkedet viste svære markedsforhold på grund af lave fragtrater. Dette skyldes tilbagegang i verdensøkonomien kombineret med et overudbud af tonnage, som stadig ikke har formået at tilpasse sig markedsforholdene. Det store udbud af tonnage er opbygget gennem de sidste mange år, og det hæmmer D/S Nordens markeder i øjeblikket. På tørlastmarkedet forventes nettoflåden at vokse hurtigere end efterspørgslen efter tonnage, hvilket ikke tegner godt for fragtraterne. Dog ser det ud til, at forholdene ser bedre ud i 2013, hvor 2012 bliver et meget svært år.

For tankmarkedet forventes der ligeledes svære markedsvilkår. Dog er tankmarkedet bedre end tørlastmarkedet, idet nettoflåden ikke forventes at vokse nær så meget som tørlastmarkedet de kommende år. Ligeledes er ordrebogen væsentlig mindre, og netop disse to faktorer gør, at tankmarkedet forventes at klare sig bedre end tørlastmarkedet. Ulempen for D/S Norden er dog, at næsten 85 % af deres omsætning i 2011 kom fra tørlastmarkedet.

PESTEL analysen viste, at shippingindustrien er meget konjunkturfølsom, idet 90 % af verdenshandlen foregår gennem shipping. Den økonomiske tilbagegang i verden vil derfor i høj grad, påvirke shippingbranchen. Positivt er det, at Asien herunder Kina og Indien stadig formår at have høje vækstrater de kommende år, hvor D/S Norden sidste år havde 25 % af sin tørlastforretning.

Politiske afgørelser i forhold til samhandel og lovmæssige reguleringer er afgørende faktorer for branchen. Ligeledes vil yderligere miljøkrav få betydning for branchen, idet det vil medføre yderligere omkostninger for rederierne. D/S Norden bliver beskattet efter tonnageskatten, hvilket gør danske rederier konkurrencedygtige internationalt. Pirateri synes stadig at være et stigende problem for branchen.

Porter Five Forces analyse viste, at investering i skibe kræver højt kapitalberedskab, men dog er det muligt at lease skibene i stedet, hvilket kan udgøre en trussel mod de eksisterende aktører. Leverandører defineret som værfter og bunkers og har en forhandlingsstyrke, der afhænger af udviklingen i verdensøkonomien. Det samme er tilfældet for kunderne.

Det er få eller meget begrænsede substituerende produkter på markedet. På grund af overkapacitet på D/S Nordens markeder er konkurrenceintensiteten i øjeblikket høj.

Analysen af D/S Nordens styrker viste, at selskabets store likvider gør dem i stand til at opsøge interessante investeringsmuligheder i de nuværende markeder. Ledelsen har heller ikke lagt skjul på, at de vil afsøge mulighederne for at erhverve kvalitetstonnage i de nuværende markeder med lave aktivpriser.

D/S Norden skibsflåde er relativ ung i forhold til verdensflåden, hvilket gør dem højest konkurrencedygtige. Ligeledes betyder D/S Nordens fleksible flåde, at selskabet nemmere kan tilpasse flåden de gældende markedsforhold.

Ligeledes er D/S Norden kendt for at afdække mange af deres skibsdage i tørlastsegmentet. I tider med faldende fragtrater er det en fordel, men kan også være en ulempe, hvis markederne vender. I forhold til sine nærmeste konkurrenter på tørlastmarkedet afdækker D/S Norden flest skibsdage. Desværre viser det sig, at indtjeningen fra afdækning af skibsdage er faldende.

I afsnittet omkring regnskabsanalysen viste rentabilitetsanalysen, at egenkapitalens forrentning har været faldende. Faldet skyldes primært driftsaktiviteten, idet skibsavancerne har været faldende samtidig med, at af- og nedskrivninger er steget. Ligeledes har D/S Norden oplevede stigende nettodriftsaktiver. Udviklingen kan til dels skyldes, at D/S Norden ikke har solgt nær så mange skibe. I analyseperioden er omsætningen fra 2008 til 2011 næsten halveret. I hele analyseperioden er det positivt, at D/S Norden formår at holde en pæn bruttomargin, hvilket indikerer, at D/S Norden bedre formår at tilpasse de variable omkostninger.

Derudover viste rentabilitetsanalysen, at finansieringsaktiviteten bidrager til den negative udvikling i egenkapitalens forrentning, men påvirkningen er dog blevet mindre de seneste år.

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen er der dannet en 5 årig budget for D/S Norden. Ud fra det opstillede budget er værdien af D/S Norden ved hjælp af DCF modellen estimeret til 267 DKK pr. 2. maj 2012. Til sammenligning var kursen på aktien den 2. maj 2012 157,5 DKK, hvilket betyder at aktien er undervurderet med ca. 70 %.

Der blev udarbejdet en følsomhedsanalyse af den fundne kurs. WACC og omsætningsvæksten i budgetperioden blev justeret og viste, at kursen var særlig følsom ved ændringer i WACC. Dette skyldes, at de frie cash flow i budgetperioden bliver tilbagediskonteret med WACC. Ligeledes viste følsomhedsanalysen, at kursen var mere følsom, når WACC blev nedsat.

Til slut blev D/S Nordens værdiansættelse sammenlignet med en peer-gruppe via multiplum EV/EBITDA. For alle perioder viste den en lavere EV/EBITDA end markedsgennemsnittet. Ud fra multiplum kan det tyde på, at D/S Norden er undervurderet i forhold til peer-gruppen, hvilket understøtter den fundne kurs.

9 Fagudtryk og forkortelser

Aframax: Råolietankskib eller produkttankskib, som er for stort til at passere Panama-kanalen og hvor lasteevnen udgør mindre end 120.000 dwt.

Baltic Exchange Clean Tanker Index (BCTI): Indeks på udvikling i produkttankrater på udvalgte ruter for Handysize, MR og LR1.

Baltic Exchanges Dry Index (BDI): Indeks på udviklingen i tørlastrater på udvalgte ruter for Handysize, Supermax, Panamax og Capesize.

Bunker: Brændstof til skibe.

Bunkerhedging: Terminsaftale om køb/salg af bunkerolie til en i forvejen aftalt pris.

Capesize: Tørlastskib større end 100.000 dwt. Capesize-skibene sejler hovedsagligt med jernmalm, koks og kul. Tørlastskibet kan ikke passere gennem Panama-kanalen.

CAPM: Capital asset pricing model.

Charterer: Befragter; den person, som får et skibs besætning samt lasteevne til rådighed til transport af gods eller passagerer til en bestemt havn i et bestemt tidsrum imod betaling. Udover charterlejen betaler befragteren for bunkers og havneafgiften.

Clarksons: Skibsmæglerfirma.

COA: Contract of Affreightment. Lastekontrakt, hvor prisen for fragten af lasten, fastsættes på forhånd.

DCF: Discounted Cash Flow.

Dry Cargo: FIO: Free in Out: Omkostninger forbundet med lastning og losning af et fartøj; afholdes af charteren.

Dwt/Tdw: Deadweight tons/dødvægts - ton. Udtryk for et skibs lasteevne målt i tons (inkl. bunkers, ballast, vand- og madforsyning, besætning og passagerer).

EV/EBITDA: Viser markedsværdien af virksomhedens aktiver sat i forhold til virksomhedens primære resultat før afskrivninger. Dette nøgletal bliver ofte anvendt i forbindelse med relativ prisfastsættelse, specielt når selskaberne behandler afskrivningerne forskelligt. Dette nøgletal tager højde for selskabernes gældsstruktur.

FCF: Free Cash Flow.

FFA: Forward Freight Agreement: Fragtrate terminsaftale. Finansielt instrument til brug for hedging imod fremtidige fragtrater ved indgåelse af aftale, om en på forhånd aftalt pris for fragten af en last, på en specifik rute, af et specifikt fartøj. Aftalen er af natur ikke fysisk, dvs. der sker ingen udførelse af kontrakten, men derimod foretages der løbende differensafregning imellem den indgåede fragtrate for fartøjet og den gældende markedsrate. En FFA fungerer som en swap og kan sidestilles med en renteswap, hvor der swappes fra en flydende rente til en fast kendt rente, i dette tilfælde er renten blot en fragtrate. FFA'er handles "over the counter" og således ikke på en børs. Største risiko forbundet med en FFA er modpartsrisiko og således risikoen for at modparten ikke kan honorere aftalen og differensbetalingerne.

Handymax: Tørlastskib i størrelsesordenen ca. 40.000-60.000 dwt.

Handysize: Tørlastskib mindre end 40.000 dwt. Handysize-skibene er de mindste tørlastskibe og bruges hovedsagligt til mindre laster.

IFRS: International Financial Reporting Standards.

IMF: International Monetary Fund.

Korttidscharter: Aftale om skibe der løber mindre end 3 år.

Langtidscharter: Aftale om leje af skib i mere end 3 år.

Lastekontrakter: Se COA.

LR: Long Range: Tankskib til brug for fragt af raffinerede olieprodukter i størrelsesordenen 65,000-75,000 dwt.

MR: Medium Range: Produkttankskibe i størrelsesordenen 10,000-60,000 dwt, til transport af raffinerede produkter.

NPP: Norient Product Pool.

OECD: Organisation for Economic co-operation and Development.

Panamax: Tørlastskib på omkring 65.000-82.500 tdw. Største skibstype, der i dag kan passere Panamakanalen.

P/E: Price Earning. Udtrykker hvor meget investor skal betale for en krones overskud. Anvendes typisk i forbindelse med relativ værdiansættelse, hvor gældsstrukturen i de to selskaber er relativ ens.

Pool: En gruppe af skibe med nogenlunde samme karakteristika, der har forskellige ejere, men drives kommercielt samlet.

RS Platou: Skibsmæglerfirma.

Skibsdage: Samlet antal dage, hvor skibskapaciteten er til rådighed.

Spotmarked: Marked for kontrahering af skibe på rejsebasis med øjeblikkelig levering.

Tank/Tanker: Generel betegnelse for alle skibe, der transporterer olie, både råolie og raffinerede produkter.

Time charter (T/C): En aftale hvori ejeren leaser sit skib og besætning til befragteren for en fastsat periode. Udover charterlejen betaler befragteren for bunkers og havneafgiften.

Tonnage: Synonymt for skibe, eller kapacitet.

Tonnageskatteloven: Forkortelse: TSL. Lovbekendtgørelse nr. 834 af 29. august 2005: Rederiets skattepligtige indkomst opgøres pr. skib pr. påbegyndt døgn med specifikke satser pr. 100 netto-ton.¹³²

Torm: Dampskibsselskabet Torm A/S. Tank og tørlast rederi med primær aktivitet på tanksegmentet.

Trampfart: Sejlads uden fastsat skema for ruten og lasten.

Tørlast: Fragt, der er fast, tørt materiale. Det er ikke væske eller gas, og generelt udelukker begrebet last, der kræver særlig temperaturkontrol.

Kilde: D/S Norden og Danmarks Skibskredit

10 Litteraturoversigt

Bøger

Petersen and Plenborg, Christian and Thomas, 2012, Financial Statement Analysis 1st Edition, Pearson Education Limited.

Sørensen, Ole, 2009, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang 3. udgave, Gjellerup.

Hjemmesider

Bloomberg – www.bloomberg.com

Clarkson – www.clarksonsecurities.com

Danmarks Nationalbank – www.nationalbanken.dk

Danmarks Rederiforening – www.shipowners.dk

Danmarks Skibskredit – www.skibskredit.dk

D/S Norden – www.ds-norden.com

International Maritime Organization – www.imo.org

Nasdaq OMX Nordic – www.nasdaqomxnordic.com

Retsinformation – www.retsinformation.dk

ShippingWatch – www.shippingwatch.dk/

Rapporter

Clarkson, February 2012, Dry Bulk Trade Outlook

Danmarks Rederiforening, november 2011, Skibsfarten i tal.

Danmarks Skibskredit, marts 2012, Shipping Market Review.

D/S Nordens Delårsrapport 3. kvartal 2011

D/S Norden Delårsrapport 1. halvår 2011

D/S Norden Delårsrapport 3. kvartal 2010

D/S Norden Delårsrapport 1. halvår 2010

D/S Norden Delårsrapport 3. kvartal 2009

D/S Norden Delårsrapport 1. halvår 2009

D/S Norden Årsrapport 2011

D/S Norden Årsrapport 2010

D/S Norden Årsrapport 2009

D/S Norden Årsrapport 2008

D/S Norden Årsrapport 2007

D/S Norden Årsrapport 2006

D/S Norden Årsrapport 2005

D/S Norden Årsrapport 2004

International Monetary Fund (IMF), 24. januar 2012, World Economic Outlook.

Nordea, marts 2012, Økonomisk Perspektiv.

Nordea, 24. april 2012, Weekly Shipping memo.

Nordea, 2. maj 2012, Weekly Shipping memo.

OECD, 22. november 2012, General assessment of the macroeconomic situation

Pareto Shipping Securities Dry Bulk Update.

RS Platou, 2012, The Platou Report.

United Nation Conference on Trade and Development, 1. April 2010, Oil Prices and Maritime Freight Rates – An Empirical Investigation.

United Nations Department of Economic and Social Affairs, 2010, World Population Prospects the 2010 Revision.

Databaser

Bloomberg

Nasdaq OMX Nordic - www.nasdaqomxnordic.com

Artikler

Kinas store sats gav økonomisk gevinst 9. december 2011.

<http://www.information.dk/287460>

Medie: Kinas 2012-mål ikke godt nyt for tørlast 9. marts 12.

<http://shippingwatch.dk/Rederier/article3003956.ece>

Norden satser på right steaming 13. april 2012

<http://www.maritimedanmark.dk/?Id=14051>

Udfordringerne stod i kø 7. maj 2012.

<http://shippingwatch.dk/Rederier/article3003651.ece?referer=jp&aid=2715903&sid=2534>

11 Figuroversigt

Figur 1: Opgavens struktur.....	7
Figur 2: Aktiv flåde og kerneflåde.....	14
Figur 3: D/S Nordens ordrebog	15
Figur 4: D/S Nordens koncernstruktur	15
Figur 5: Aktionærgruppens sammensætning.....	16
Figur 6: Baltic Dry Index og Baltic Clean Tanker Index	20
Figur 7: De største eksportører og importører af jernmalm.....	21
Figur 8: De største eksportører og importører af kul og koks	21
Figur 9: De største eksportører og importører af korn	22
Figur 10: Verdens tørlastflåde og ordrebog pr. 1. januar 2012	23
Figur 11: Udvikling i nettoflåden	25
Figur 12: Efterspørgslen efter tørlast opdelt i lande og regioner	26
Figur 13: Efterspørgslen efter tørlast.....	27
Figur 14: D/S Nordens tørlasttransport 2011.....	28
Figur 15: Importører af kul opdelt i lande og regioner	29
Figur 16: Eksport og import af raffinerede olieprodukter i 2010	31
Figur 17: Verdens tankflåde og ordrebog pr. 1. januar 2012	32
Figur 18: Udvikling i nettoflåden	33
Figur 19: NPP transporter i 2011.....	34
Figur 20: Efterspørgslen efter tonnage versus BNP	38
Figur 21: OECD's vækstrate versus vækstraten på tørlastmarkedet	38
Figur 22: Prisudviklingen på nye skibe for tørlast og produkttank.....	43
Figur 23: Udvikling i skibspriser og stålpriser	45
Figur 24: Forventet ordrebog	46
Figur 25: Prisudvikling for bunker og Brent Crude råolie	47
Figur 26: Nordeas estimer for olieprisen.....	47
Figur 27: Gældsandel for D/S Norden og konkurrenterne	52
Figur 28: Afdækning i Tørlast og Tank	54
Figur 29: Afdækning af skibsdage på tørlast	54
Figur 30: SWOT-analyse.....	56
Figur 31: Reformuleret egenkapitalopgørelse	59
Figur 32: Driftsaktiver versus egenkapital og finansielle forpligtelser	59
Figur 33: Reformuleret balance	60

Figur 34: Reformuleret resultatopgørelse	63
Figur 35: DuPont model	64
Figur 36: Formel for ROE.....	64
Figur 37: ROE for D/S Norden	65
Figur 38: Formel for ROIC.....	65
Figur 39: ROIC for D/S Norden	65
Figur 40: Formel for OG	66
Figur 41: OG for D/S Norden	66
Figur 42: Formel for bruttomargin.....	66
Figur 43: Bruttomargin for D/S Norden.....	66
Figur 44: Formel for AOH.....	67
Figur 45: AOH for D/S Norden	67
Figur 46: Finansieringsaktivitet for D/S Norden	68
Figur 47: FFA rater og Nordeas estimater	72
Figur 48: Betaværdi	81
Figur 49: Risikopræmie for D/S Norden	82
Figur 50: DCF formel	83
Figur 51: Værdiansættelse med DCF modellen	84
Figur 52: Følsomhedsanalyse af D/S Nordens estimeret værdi.....	85
Figur 53: EV/EBITDA for D/S Norden og konkurrenterne	87

12 Bilagsoversigt

Bilag 1: Tørlastskibe	101
Bilag 2: Tankskibe.....	102
Bilag 3: Officiel Resultatopgørelse	104
Bilag 4: Officiel Balance, aktiver.....	105
Bilag 5: Officiel Balance, passiver	106
Bilag 6: Reformuleret Resultatopgørelse.....	107
Bilag 7: Reformuleret Balance.....	108
Bilag 8: Reformuleret Egenkapitalopgørelse	109
Bilag 9: Nøgletal for D/S Norden baseret på reformulerede opgørelser.....	110
Bilag 10: D/S Nordens tørlastflåde og ordrebog pr. 31. december 2011.....	111
Bilag 11: D/S Nordens tankflåde og ordrebog pr. 31. december 2011.....	112
Bilag 12: Regressionsanalyse af D/S Norden.....	113
Bilag 13: Beta fra Bloomberg	114
Bilag 14: Daglige afkast for D/S Norden og OMXC20 fra perioden 2. maj 2007 til 2. maj 2012 ...	115
Bilag 15: Budget og værdiansættelse.....	122
Bilag 16: Følsomhedsanalyse	123

Bilag 1: Tørlastskibe

Capesize: Et tørlastskib større end 100.000 dwt. Capesize-skibene sejler hovedsagligt med jernmalm, koks og kul.

Capesize gennemsnitsmål:

Længde overalt:	291m
Bredde:	46m
Dybgang:	17m
Fart:	14 knob (sømil/time)

Panamax: Et tørlastskib større end 60.000 dwt og normalt mindre end 100.000 dwt samt smallere end 32,2m. Panamax'erne transporterer kul, korn og bauxit. Disse skibe kaldes Panamax, da de kan sejle gennem Panamakanalen – hvilket Capesize-skibene ikke kan.

Panamax gennemsnitsmål:

Længde overalt:	225m
Bredde:	32m
Dybgang:	13m
Fart:	13 knob (sømil/time)

Handymax: Et tørlastskib mellem 40.000 dwt og 60.000 dwt.

Handymax gennemsnitsmål:

Længde overalt:	190m
Bredde:	31m
Dybgang:	11m
Fart:	14 knob (sømil/time)

Handysize: Et tørlastskib mindre end 40.000 dwt. Handysize-skibene er de mindste tørlastskibe og bruges hovedsagligt til mindre laster.

Handysize gennemsnitsmål:

Længde overalt:	169m
Bredde:	25m
Dybgang:	9m
Fart:	13 knob (sømil/time)

Kilde: D/S Norden , Danmarks Skibskredit og egen tilvirkning

Bilag 2: Tankskibe

LR2: LR2-segmentet består af de største produkttankskibe.

Når LR2-tankskibene transporterer "clean products", sker det hovedsagligt på de lange distancer fra Mellemøsten til f.eks. Asien eller Nordeuropa.

Når LR2-tankskibene transporterer "dirty products", sker det hovedsagligt på de lange eller mellemlange distancer ud af Sortehavet til Middelhavet eller USA, eller fra Østersøen eller Nordsøen til Nordeuropa eller USA.

LR2: Et tankskib med coatede tanke og bredere end 32,2m – normalt større end 75.000 dwt.

LR2 gennemsnitsstørrelse:

Længde overalt:	241m
Bredde:	40m
Dybgang:	14m
Lastekapacitet:	690.000 tønder olie
Fart:	14 knob (sømil/time)

LR1: LR1-tankskibene bliver hovedsagligt beskæftiget på de mellemlange distancer intra-regionalt i Mellemøsten, Nordeuropa, Det Caribiske Øhav og Fjernøsten.

LR1: Et tankskib med coatede tanke, større end 60.000 dwt og mindre end 75.000 dwt.

LR1 gennemsnitsstørrelse:

Længde overalt:	226m
Bredde:	32m
Dybgang:	13m
Lastekapacitet:	473.000 tønder olie
Fart:	14 knob (sømil/time)

MR: MR-tankskibene transporterer hovedsagligt raffineret olie intra-regionalt mellem olieraffinaderierne. Kun i få tilfælde bliver de benyttet over længere distancer.

MR: Et tankskib med coatede tanke, mellem 10.000 dwt og 60.000 dwt.

MR gennemsnitsstørrelse:

Længde overalt: 176m
Bredde: 29m
Dybgang: 11m
Fart: 14 knob (sømil/time)

Kilde: D/S Norden, Danmarks Skibskredit og egen tilvirkning

Bilag 3: Officiel Resultatopgørelse

Officiel resultatopgørelse							
Beløb i USD 1000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Nettoomsætning	1.296.457	1.234.197	2.933.140	4.246.815	1.755.983	2.189.606	2.272.819
Andre driftsindtægter	46	248	5.192	-8.341	1.018	3.456	5.213
Driftsomkostninger skibe	-1.044.273	-1.026.121	-2.333.550	-3.645.124	-1.566.826	-1.884.085	-2.006.357
Andre eksterne omkostninger	-8.602	-10.385	-15.548	-24.043	-13.862	-12.975	-16.215
Personaleomkostninger	-27.706	-31.874	-51.742	-63.638	-50.666	-56.442	-69.014
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	215.922	166.065	537.492	505.669	125.647	239.560	186.446
Salgsavancer skibe m.v.	120.104	55.409	163.132	289.972	69.576	28.148	-242
Afskrivninger	-16.291	-20.318	-19.567	-31.630	-39.494	-49.537	-81.185
Resultatandele af joint ventures	8.277	1.379	1.611	8.580	965	4.372	-530
Resultat af primær drift (EBIT)	328.012	202.535	682.668	772.591	156.694	222.543	104.489
Dagsværdiregulering af visse sikringsin	25.965	-26.986	19.884	-81.133	60.764	30.771	-14.897
Finansielle indtægter	4.094	19.722	29.084	34.192	15.302	6.328	9.504
Finansielle omkostninger	-12.178	-7.297	-6.339	-5.125	-8.227	-8.867	-5.762
Resultat før skat	345.893	187.974	725.297	720.525	224.533	250.775	93.334
Årets skat	-9.557	-11.468	-21.957	-12.695	-7.327	-5.973	-5.541
Årets resultat	336.336	176.506	703.340	707.830	217.206	244.802	87.793
Fordeles således:							
Aktionærerne i NORDEN	336.018	176.394	703.228	707.832	217.208	244.804	87.795
Minoritetsinteresser	318	112	112	-2	-2	-2	-2
	336.336	176.506	703.340	707.830	217.206	244.802	87.793

Kilde: D/S Nordens årsrapporter 2005-2011 og egen tilvirkning

Bilag 4: Officiel Balance, aktiver

Officiel Balance, aktiver							
Beløb i USD 1000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ejendom og driftsmidler	8.855	8.152	10.007	56.963	55.841	55.626	55.937
Skibe	234.997	355.974	277.814	436.865	497.613	880.330	1.387.189
Forudbetalinger på skibe og nybygninge	95.557	97.117	281.318	397.836	442.526	401.884	170.025
Materielle aktiver	339.409	461.243	569.139	891.664	995.980	1.337.840	1.613.151
Kapitalandele i joint ventures	18.338	17.532	20.755	30.855	31.770	35.225	21.275
Finansielle aktiver	18.338	17.532	20.755	30.855	31.770	35.225	21.275
Andre tilgodehavender	3.850	3.981	0	0	0	0	0
Andre langfristede aktiver	3.850	3.981	0	0	0	0	0
Langfristede aktiver	361.597	482.756	589.894	922.519	1.027.750	1.373.065	1.634.426
Beholdninger	21.849	26.091	44.988	23.172	31.504	45.861	89.280
Fragttilgodehavender	35.924	53.090	87.738	108.301	76.645	82.567	110.886
Tilgodehavender hos joint ventures	0	7.320	9.008	8.508	0	726	6.317
Selskabsskat	26	39	4.876	0	0	1.416	63
Andre tilgodehavender	13.853	3.670	55.222	15.604	58.041	44.722	54.136
Periodeafgrænsningsposter	54.930	51.890	119.174	87.969	47.764	54.026	47.955
Værdipapirer	2.557	2.738	3.172	22.022	24.563	38.150	71.324
Likvide beholdninger	312.384	314.943	619.388	806.717	710.884	574.571	335.868
	441.523	459.781	943.566	1.072.293	949.401	842.039	715.829
Materielle aktiver bestemt for salg	18.411	18.014	75.983	46.852	54.547	35.377	0
Kortfristede aktiver	459.934	477.795	1.019.549	1.119.145	1.003.948	877.416	715.829
AKTIVER	821.531	960.551	1.609.443	2.041.664	2.031.698	2.250.481	2.350.255

Kilde: D/S Nordens årsrapporter 2005-2011 og egen tilvirkning

Bilag 5: Officiel Balance, passiver

Officiel Balance, passiver							
Beløb i USD 1000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiekapital	7.321	7.321	7.087	7.087	7.087	7.087	6.833
Reserver	-1.730	1.501	3.659	12.546	2.236	7.004	6.698
Overført resultat	603.333	702.325	1.300.380	1.680.673	1.795.620	1.983.894	1.980.822
Egenkapital	608.924	711.147	1.311.126	1.700.306	1.804.943	1.997.985	1.994.353
Minoritetsinteresser	2.279	2.391	74	72	70	68	66
Egenkapital	611.203	713.538	1.311.200	1.700.378	1.805.013	1.998.053	1.994.419
Bankgæld	36.697	103.925	68.796	63.610	58.423	14.666	135.017
Leasingforpligtelser	24.442	23.667					
Forudbetaling på skibe til videresalg	3.850	3.981	16.600	28.100			
Langfristede forpligtelser	64.989	131.573	85.396	91.710	58.423	14.666	135.017
Hensættelse til dokning	416	200					
Bankgæld	52.242	33.118	5.187	5.187	5.187	43.757	30.043
Leverandører af varer og tjenesteydelse	39.876	40.209	84.510	91.237	66.452	90.068	135.672
Gæld til joint ventures	14.552	0	0	0	6.580	35.896	0
Selskabsskat	0	0	0	4.168	1.064	0	0
Anden gæld	3.020	10.485	14.986	85.250	17.106	29.189	36.172
Periodeafgrænsningsposter	32.233	31.428	61.205	29.668	33.448	31.528	18.932
	142.339	115.440	165.888	215.510	129.837	230.438	220.819
Forpligtelser relateret til mat. aktiver bes	3.000	0	46.959	34.066	38.425	7.324	0
Kortfristede forpligtelser	145.339	115.440	212.847	249.576	168.262	237.762	220.819
Forpligtelser	210.328	247.013	298.243	341.286	226.685	252.428	355.836
PASSIVER	821.531	960.551	1.609.443	2.041.664	2.031.698	2.250.481	2.350.255

Kilde: D/S Nordens årsrapporter 2005-2011 og egen tilvirkning

Bilag 6: Reformuleret Resultatopgørelse

Note Reformuleret resultatopgørelse								
Beløb i USD 1000		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Nettoomsætning tørlast	1.171.917	1.101.987	2.742.529	4.001.912	1.516.336	1.946.160	1.936.341
	Nettoomsætning tank	124.540	132.210	190.611	244.903	239.647	243.446	336.478
	Samlet Nettoomsætning	1.296.457	1.234.197	2.933.140	4.246.815	1.755.983	2.189.606	2.272.819
	Rejseafhængige omkostninger	-247.602	-274.344	-457.263	-761.399	-530.696	-617.312	-899.726
	Charterhyre for skibe	-780.244	-730.777	-1.851.129	-2.841.164	-1.002.357	-1.226.660	-1.046.732
	Bruttofortjeneste	268.611	229.076	624.748	644.252	222.930	345.634	326.361
	Øvrige driftsomkostninger skibe	-16.427	-21.000	-25.158	-42.561	-33.773	-40.113	-59.899
	Personaleomkostninger	-27.706	-31.874	-51.742	-63.638	-50.666	-56.442	-69.014
	Salgsavancer skibe	120.104	55.409	163.132	289.972	69.576	28.148	-242
	Andre eksterne omkostninger	-8.602	-10.385	-15.548	-24.043	-13.862	-12.975	-16.215
	Af- og nedskrivninger materielle aktive	-16.291	-20.318	-19.567	-31.630	-39.494	-49.537	-81.185
3	Driftsoverskud fra salg før skat	319.689	200.908	675.865	772.352	154.711	214.715	99.806
	Skat af årets resultat	-9.557	-11.468	-21.957	-12.695	-7.327	-5.973	-5.541
	Skat på andet driftsoverskud	947	-1.547	808	-1.425	2.048	919	-606
	Driftsoverskud fra salg efter skat	311.079	187.893	654.716	758.232	149.432	209.661	93.659
	Andet driftsoverskud (før skat poster)							
	Resultat af joint ventures	8.277	1.379	1.611	8.580	965	4.372	-530
3	Andre driftsindtægter	46	248	5.192	-8.341	1.018	3.456	5.213
	Dagsværdiregulering af sikringsinstru	25.965	-26.986	19.884	-81.133	60.764	30.771	-14.897
2	Skat herpå	-947	1.547	-808	1.425	-2.048	-919	606
2	Andet driftsoverskud (efter skat poster)							
	Dagsværdiregulering af værdipapirer	212	145	429	-4.696	2.933	429	11.720
	Værdiregulering af sikringsinstrument	5.405	3.086	1.729	13.583	-13.243	4.339	-12.026
	Samlet driftsoverskud efter skat (D	350.037	167.312	682.753	687.650	199.821	252.109	83.745
	Finansielle indtægter/omkostninger							
	Finansielle omkostninger	-12.178	-7.297	-6.339	-5.125	-8.227	-8.867	-5.762
	Finansielle indtægter	4.094	19.722	29.084	34.192	15.302	6.328	9.504
	Nettofinansielle omkostninger/indt	-8.084	12.425	22.745	29.067	7.075	-2.539	3.742
	Totalindkomst koncernen	341.953	179.737	705.498	716.717	206.896	249.570	87.487
	Minoritetsinteressernes resultatandel	318	112	112	-2	-2	-2	-2
	Totalindkomst, aktionærer i D/S NC	342.271	179.849	705.610	716.715	206.894	249.568	87.485

Kilde: Egen tilvirkning og D/S Nordens årsrapporter

Bilag 7: Reformuleret Balance

Note Reformuleret Balance							
Beløb i USD 1000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Materielle anlægsaktiver							
Ejendom og driftsmidler	8.855	8.152	10.007	56.963	55.841	55.626	55.937
Skibe	234.997	355.974	277.814	436.865	497.613	880.330	1.387.189
Forudbetalinger på skibe og nybygning	95.557	97.117	281.318	397.836	442.526	401.884	170.025
Materielle aktiver bestemt for salg	18.411	18.014	75.983	46.852	54.547	35.377	0
Materielle anlægsaktiver i alt	357.820	479.257	645.122	938.516	1.050.527	1.373.217	1.613.151
Andre driftsaktiver							
Udskudte skatteaktiver	26	39	4.876	0	0	1.416	63
Fragttilgodehavender	35.924	53.090	87.738	108.301	76.645	82.567	110.886
Tilgodehavender hos joint ventures	0	7.320	9.008	8.508	0	726	6.317
Beholdninger	21.849	26.091	44.988	23.172	31.504	45.861	89.280
Periodeafgrænsningsposter	54.930	51.890	119.174	87.969	47.764	54.026	47.955
Andre tilgodehavender	17.703	7.651	55.222	15.604	58.041	44.722	54.136
Kapitalandele i joint ventures	18.338	17.532	20.755	30.855	31.770	35.225	21.275
Andre driftsaktiver i alt	148.770	163.613	341.761	274.409	245.724	264.543	329.912
Driftsaktiver i alt	506.590	642.870	986.883	1.212.925	1.296.251	1.637.760	1.943.063
Driftsforpligtelser							
Hensatte forpligtelser	-416	-200	0	0	0	0	0
Leverandørgæld	-39.876	-40.209	-84.510	-91.237	-66.452	-90.068	-135.672
Anden gæld	-3.020	-10.485	-14.986	-85.250	-17.106	-29.189	-36.172
Periodeafgrænsningsposter	-32.233	-31.428	-61.205	-29.668	-33.448	-31.528	-18.932
Selskabsskat	0	0	0	-4.168	-1.064	0	0
Forudbetalinger på skibe til videresalg	-3.850	-3.981	-16.600	-28.100	0	0	0
Materielle aktiver bestemt for salg, for	-3.000	0	-46.959	-34.066	-38.425	-7.324	0
Gæld til joint ventures	-14.552	0	0	0	-6.580	-35.896	0
Driftsforpligtelser i alt	-96.947	-86.303	-224.260	-272.489	-163.075	-194.005	-190.776
Nettodriftsaktiver (NDA)	409.643	556.567	762.623	940.436	1.133.176	1.443.755	1.752.287
Finansielle aktiver (FA)							
Likvide beholdninger	312.384	314.943	619.388	806.717	710.884	574.571	335.868
Værdipapir	2.557	2.738	3.172	22.022	24.563	38.150	71.324
Finansielle aktiver i alt (FA)	314.941	317.681	622.560	828.739	735.447	612.721	407.192
Finansielle forpligtelser (FO)							
Langfristet bankgæld	-36.697	-103.925	-68.796	-63.610	-58.423	-14.666	-135.017
Finansiel leasing	-24.442	-23.667	0	0	0	0	0
Kortfristet bankgæld	-52.242	-33.118	-5.187	-5.187	-5.187	-43.757	-30.043
Finansielle forpligtelser i alt (FO)	-113.381	-160.710	-73.983	-68.797	-63.610	-58.423	-165.060
Netto finansielle aktiver (NFA)	201.560	156.971	548.577	759.942	671.837	554.298	242.132
Samlet Egenkapital	611.203	713.538	1.311.200	1.700.378	1.805.013	1.998.053	1.994.419
Minoritetsinteresser	2.279	2.391	74	72	70	68	66
Aktionærer i Norden andel af egen	608.924	711.147	1.311.126	1.700.306	1.804.943	1.997.985	1.994.353
Investeret kapital (NDA) (EK-NFA)	409.643	556.567	762.623	940.436	1.133.176	1.443.755	1.752.287

Kilde: Egen tilvirkning og D/S Nordens årsrapporter

Bilag 8: Reformuleret Egenkapitalopgørelse

Note Reformuleret egenkapitalopgørelse							
Beløb i USD 1000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Egenkapital primo	340.077	611.203	713.538	1.311.200	1.700.378	1.805.013	1.998.053
Transaktioner med ejerne							
Køb af egne aktier	-34.544	-4.527	-69.335		-9.960	-7.566	-31.556
Aktieoptionsprogram, Vækstfonden				-37.997			
Salg af egne aktier	1.245	930	-	14.337	143		
Udloddet udbytte	-40.036	-78.284	-42.218	-325.647	-103.117	-55.621	-68.946
Udbytte egne aktier	1.964	3.742	3.338	15.116	5.493	2.916	5.240
Udlodning til minoritetsaktionær			-2.429				
Nettodividende	-71.371	-78.139	-110.644	-334.191	-107.441	-60.271	-95.262
Totalindkomst							
Årets resultat, efter skat	336.336	176.506	703.340	707.830	217.206	244.802	87.793
2 Værdiregulering af sikringsinstrument	5.405	3.086	1.729	13.583	-13.243	4.339	-12.026
2 Dagsværdiregulering af værdipapir	212	145	429	-4.696	2.538	429	11.720
2 Skat af dagsværdiregulering					395		
Totalindkomst i alt	341.953	179.737	705.498	716.717	206.896	249.570	87.487
Totalindkomst rapporteret							
1 Aktiebaseret vederlæggelse	544	737	2.808	6.652	5.180	3.741	4.141
Egenkapital ultimo	611.203	713.538	1.311.200	1.700.378	1.805.013	1.998.053	1.994.419

Kilde: Egen tilvirkning og D/S Nordens årsrapporter

Bilag 9: Nøgletal for D/S Norden baseret på reformulerede opgørelser

Egenkapitalens forrentning						
Finansieringsaktivitet	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROIC	34,63%	103,51%	80,75%	19,27%	19,57%	5,24%
NFA/(EK+MIN) (negativ gearing)	0,27	0,35	0,43	0,41	0,32	0,20
RONFA	6,93%	6,45%	4,44%	0,99%	-0,41%	0,94%
SPREAD (ROIC-RONFA)	27,70%	97,06%	76,31%	18,28%	19,98%	4,30%
MIA	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
(NFA/(EK+MIN))*SPREAD	7,52%	33,86%	33,16%	7,47%	6,44%	0,86%
ROE	27,22%	69,74%	47,60%	11,80%	13,12%	4,38%
Overskudsgrad						
OG	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OG	13,56%	23,28%	16,19%	11,38%	11,51%	3,68%
Dekomponering af overskudsgrad						
2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Ogsalg	15,22%	22,32%	17,85%	8,51%	9,58%	4,12%
OGandet	-1,67%	0,96%	-1,66%	2,87%	1,94%	-0,44%
OG før skat	16,28%	23,04%	18,19%	8,81%	9,81%	4,39%
Bruttomargin						
2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Bruttomargin	18,56%	21,30%	15,17%	12,70%	15,79%	14,36%
Aktivernes omsætningshastighed						
2006	2007	2008	2009	2010	2011	
AOH	2,55	4,45	4,99	1,69	1,70	1,42
1/AOH	0,39	0,22	0,20	0,59	0,59	0,70
Tjek OG*AOH = ROIC	34,63%	103,51%	80,75%	19,27%	19,57%	5,24%

Kilde: Egen tilvirkning og D/S Nordens årsrapporter

Bilag 10: D/S Nordens tørlastflåde og ordrebog pr. 31. december 2011

NORDENs Tørlastflåde pr. 31. december 2011							
Skibstype	Capesize	Post-Panamax	Panamax	Handymax	Handysize	2011	2010
Størrelse (tdw.)	>120.000	85-120.000	65-85.000	40-65.000	20-40.000		
Længde (meter)	289	245	225	190	170		
Primære laster	Jernmalm, kul	Jernmalm, kul	Jernmalm, kul, korn, bauxit	Jernmalm, kul, bauxit, stål, cement, alumina	Cement, stål, salt, petcoke, alumina		
Skibe i drift							
Egne skibe	3	4	4	4 ^A	12	27	14
Indbefragtede skibe med købsoption	1	3	11	18	7	40	32
Total aktiv kerneflåde	4	7	15	22	19	67	46
Indbefragtede skibe uden købsoption	-	-	61	56	11	128	123
Total aktiv flåde	4	7	76	78	30	195	169
Skibe til levering							
Egne skibe	-	-	1	1 ^A	5	7	21
Indbefragtede skibe med købsoption	-	1	6	2	3	12	15
I alt til levering til kerneflåden	-	1	7	3	8	19	36
Skibe indbefragtet over 3 år uden købsoption	-	-	1	-	1	2	6
I alt til levering til den aktive flåde	-	1	8	3	9	21	42
Bruttoflåde i alt	4	8	84	81	39	216	211
I alt indbefragtet med købsoption	1	4	17	20	10	52	47
Gennemsnitlig alder på aktive egne skibe	8,2	1,6	6,2	2,9	0,5	2,7	4,1
Gennemsnitlig alder på aktiv kerneflåde	7,2	1,3	4,2	2,7	1,0	2,7	2,8
Verdensflåden (antal)	1.292	372	1.545	2.647	2.611	8.467	7.659
Gennemsnitlig alder på verdensflåden	9,0	4,8	10,4	10,9	16,1	11,8	13,6
I ordre til verdensflåden (antal)	368	184	623	619	504	2.298	2.670

A Heraf 2 enheder i 50%-ejet joint venture (1 leveret i 2011)

Kilde: D/S Norden

Bilag 11: D/S Nordens tankflåde og ordrebog pr. 31. december 2011

NORDENs Tankflåde pr. 31. december 2011					
Skibstype	LR1	MR	Handysize	2011	2010
Størrelse (tdw.)	60-85.000	42-60.000	27-42.000		
Længde (meter)	230	180	170		
Typiske laster	Fuel- og fyringsolie, benzin, diesel, flybrændstof, nafta	Fuel- og fyringsolie, benzin, veg. olie, diesel	Fuel- og fyringsolie, benzin, veg. olie, diesel		
Skibe i drift					
Egne skibe	-	6	11	17	14
Indbefragtede skibe med købsoption	-	10	-	10	10
Total aktiv kerneflåde	-	16	11	27	24
Indbefragtede skibe uden købsoption	2	5	9	16	16
Total aktiv flåde	2	21	20	43	40
Skibe til levering					
Egne skibe	-	4	-	4	3
Indbefragtede skibe med købsoption	-	1	-	1	1
I alt til levering til kerneflåden	-	5	-	5	4
Skibe indbefragtet over 3 år uden købsoption	-	-	-	-	-
I alt til levering til den aktive flåde	-	5	-	5	4
Bruttoflåde i alt	2	26	20	48	44
I alt indbefragtet med købsoption	-	11	-	11	11
Gennemsnitlig alder på aktive egne skibe	-	2,8	4,5	3,9	3,3
Gennemsnitlig alder på aktiv kerneflåde	-	2,7	4,5	3,4	2,6
Verdensflåden (antal)*	439	991	576	2.006	1.956
Gennemsnitlig alder på verdensflåden*	6,5	6,3	10,3	7,5	-
I ordre til verdensflåden (antal)*	43	121	33	197	239

* Eksklusive kemikalietankskibe

Kilde: D/S Norden

Bilag 12: Regressionsanalyse af D/S Norden

Regressionsanalyse af D/S Norden på baggrund af afkast fra D/S Norden og OMXC20 ved hjælp af Excel								
Daglig data på baggrund af 5 års data (2. maj 2007 til 2. maj 2012)								
<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0,50005381							
R Square	0,25005381							
Adjusted R Square	0,24945386							
Standard Error	123,361095							
Observations	1252							
<i>ANOVA</i>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	6342636,609	6342636,61	416,78626	3,52501E-80			
Residual	1250	19022449,74	15217,9598					
Total	1251	25365086,35						
<i>Coefficients</i>								
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-114,32467	19,23261534	-5,944312	3,597E-09	-152,056434	-76,592898	-152,05643	-76,592898
X Variable 1	0,98101159	0,048052661	20,4153438	3,525E-80	0,886738825	1,07528436	0,88673883	1,07528436

Kilde: Nasdaq OMX og egen tilvirkning

Bilag 13: Beta fra Bloomberg



Kilde: Bloomberg

Bilag 14: Daglige afkast for D/S Norden og OMXC20 fra perioden 2. maj 2007 til 2. maj 2012

Dato	OMXC20	D/S Norden	Dato	OMXC20	D/S Norden	Dato	OMXC20	D/S Norden
02-05-2007	489,97	318	06-08-2007	491,97	446	02-11-2007	494,85	587
03-05-2007	489,04	332	07-08-2007	495,38	453	05-11-2007	494,87	580
07-05-2007	491,59	334	08-08-2007	503,35	454,5	06-11-2007	500,22	596
08-05-2007	490,5	325	09-08-2007	490,1	413,5	07-11-2007	501,6	585
09-05-2007	490,39	325,5	10-08-2007	478,5	393	08-11-2007	497,75	580
10-05-2007	489,86	330	13-08-2007	485,21	431,5	09-11-2007	494,97	569
11-05-2007	490	330	14-08-2007	484,16	420,5	12-11-2007	491,72	552
14-05-2007	488,89	324	15-08-2007	473,12	415	13-11-2007	486,84	540
15-05-2007	488,77	323	16-08-2007	452,79	388,5	14-11-2007	489,35	542
16-05-2007	486,3	320	17-08-2007	461,7	396,5	15-11-2007	481,92	557
18-05-2007	490,34	321	20-08-2007	475,49	400,5	16-11-2007	473,89	536
21-05-2007	492,97	323	21-08-2007	472,46	401,5	19-11-2007	458,96	465
22-05-2007	494,41	320,5	22-08-2007	490,49	436	20-11-2007	460,41	492,5
23-05-2007	501,74	333	23-08-2007	491,07	452,5	21-11-2007	445,28	465,5
24-05-2007	499	330,5	24-08-2007	491,3	453	22-11-2007	449	480,5
25-05-2007	497,59	341	27-08-2007	496,72	458	23-11-2007	461,59	493
29-05-2007	499,75	338	28-08-2007	484,48	467	26-11-2007	461,43	534
30-05-2007	495,52	332	29-08-2007	485,84	470	27-11-2007	455,55	520
31-05-2007	500,57	334	30-08-2007	489,72	464	28-11-2007	466,97	563
01-06-2007	498,5	335,5	31-08-2007	496,3	485	29-11-2007	469,55	539
04-06-2007	499,05	344	03-09-2007	498,01	491	30-11-2007	471,76	552
06-06-2007	488,3	356	04-09-2007	501,21	503	03-12-2007	476,68	546
07-06-2007	478,61	341,5	05-09-2007	494,93	506	04-12-2007	471,09	520
08-06-2007	476,06	349,5	06-09-2007	494,47	529	05-12-2007	474,53	533
11-06-2007	482,65	359	07-09-2007	483,13	515	06-12-2007	474,03	525
12-06-2007	478,24	349	10-09-2007	474,58	495	07-12-2007	477,17	526
13-06-2007	478,55	346	11-09-2007	486,7	519	10-12-2007	477,85	532
14-06-2007	485,35	350	12-09-2007	486,2	509	11-12-2007	479,29	534
15-06-2007	488,05	347,5	13-09-2007	488,54	504	12-12-2007	481,79	554
18-06-2007	483,84	349	14-09-2007	487,08	511	13-12-2007	472,21	553
19-06-2007	485,88	349	17-09-2007	479,25	514	14-12-2007	469,8	553
20-06-2007	487,2	350	18-09-2007	483,84	505	17-12-2007	459,7	532
21-06-2007	485,55	345	19-09-2007	494,68	526	18-12-2007	456,77	540
22-06-2007	480,88	344	20-09-2007	491,44	530	19-12-2007	456,4	538
25-06-2007	481,2	344	21-09-2007	491,35	564	20-12-2007	459,88	547
26-06-2007	479,41	341,5	24-09-2007	492,94	579	21-12-2007	464,48	560
27-06-2007	474,94	344	25-09-2007	490,96	580	27-12-2007	460,53	570
28-06-2007	478,62	350	26-09-2007	498,02	575	28-12-2007	464,14	564
29-06-2007	483,69	357	27-09-2007	502	569	02-01-2008	460,53	565
02-07-2007	485,3	362	28-09-2007	499,93	558	03-01-2008	454,48	550
03-07-2007	492,47	374	01-10-2007	508,32	578	04-01-2008	443,17	543
04-07-2007	495,83	377	02-10-2007	509,83	591	07-01-2008	438,48	518
05-07-2007	498,15	389	03-10-2007	508,23	581	08-01-2008	444,27	539
06-07-2007	497,71	390	04-10-2007	507,41	588	09-01-2008	436,75	516
09-07-2007	501,19	393,5	05-10-2007	509,02	609	10-01-2008	428,21	459
10-07-2007	495,76	397	08-10-2007	507,94	628	11-01-2008	423,71	456
11-07-2007	500,67	402,5	09-10-2007	513,01	646	14-01-2008	431,35	444
12-07-2007	503,2	415	10-10-2007	515,13	664	15-01-2008	414,34	408
13-07-2007	505,66	421	11-10-2007	517,67	695	16-01-2008	404,26	406,5
16-07-2007	507,73	422	12-10-2007	512,05	675	17-01-2008	404,81	408
17-07-2007	509,48	412	15-10-2007	510,81	685	18-01-2008	403,5	436
18-07-2007	511	421	16-10-2007	505,94	686	21-01-2008	382,8	389
19-07-2007	512,8	447	17-10-2007	506,88	675	22-01-2008	396,73	424
20-07-2007	512,07	450	18-10-2007	498,69	641	23-01-2008	391,12	418,5
23-07-2007	513,29	443	19-10-2007	495,21	660	24-01-2008	399,91	442,5
24-07-2007	510,84	438	22-10-2007	488,13	649	25-01-2008	405	469
25-07-2007	508,99	434	23-10-2007	499,04	674	28-01-2008	399,5	456
26-07-2007	498,91	424	24-10-2007	492,58	655	29-01-2008	408,95	485
27-07-2007	491,94	420	25-10-2007	494,58	664	30-01-2008	412,42	497,5
30-07-2007	493,22	437	26-10-2007	497,62	679	31-01-2008	407,83	511
31-07-2007	499,66	459	29-10-2007	499,66	696	01-02-2008	416,83	520
01-08-2007	493,68	454,5	30-10-2007	501,2	662	04-02-2008	426,18	525
02-08-2007	500,11	458	31-10-2007	507,92	634	05-02-2008	415,36	516
03-08-2007	495,86	456	01-11-2007	500,56	629	06-02-2008	414,38	498,5

07-02-2008	409,53	479	20-05-2008	459,96	619	21-08-2008	409,54	466,5
08-02-2008	407,92	488,5	21-05-2008	458,96	596	22-08-2008	414,66	482,5
11-02-2008	410,31	499	22-05-2008	452,99	582	25-08-2008	412,85	475,5
12-02-2008	427,02	515	23-05-2008	452,31	566	26-08-2008	411,62	469
13-02-2008	429,37	533	26-05-2008	450,15	565	27-08-2008	419,32	473
14-02-2008	432,45	544	27-05-2008	448,63	542	28-08-2008	425,31	470
15-02-2008	423,97	550	28-05-2008	451,02	558	29-08-2008	424,11	482
18-02-2008	431,19	564	29-05-2008	452,36	580	01-09-2008	424,07	491
19-02-2008	436,66	573	30-05-2008	460,29	599	02-09-2008	426,56	471
20-02-2008	428,84	548	02-06-2008	456,1	583	03-09-2008	417,54	440
21-02-2008	433,49	552	03-06-2008	458,15	584	04-09-2008	403,57	419
22-02-2008	431,82	551	04-06-2008	454,14	592	05-09-2008	393,04	400,5
25-02-2008	440,45	555	06-06-2008	447,41	564	08-09-2008	403,37	406,5
26-02-2008	441,27	559	09-06-2008	446,08	559	09-09-2008	395,51	384,5
27-02-2008	440,56	556	10-06-2008	440,52	546	10-09-2008	391,61	368
28-02-2008	437,61	551	11-06-2008	436,07	536	11-09-2008	385,47	373
29-02-2008	431,24	543	12-06-2008	436,59	507	12-09-2008	391,83	370
03-03-2008	427,43	523	13-06-2008	438,84	514	15-09-2008	379,7	345
04-03-2008	424,49	511	16-06-2008	441,72	517	16-09-2008	374,25	331
05-03-2008	430,11	525	17-06-2008	453,86	547	17-09-2008	369,97	328
06-03-2008	427,79	532	18-06-2008	445,12	542	18-09-2008	373,36	313,5
07-03-2008	421,58	521	19-06-2008	444,78	543	19-09-2008	398,8	331
10-03-2008	411,65	493,5	20-06-2008	439,16	509	22-09-2008	397,4	330,5
11-03-2008	412,93	474	23-06-2008	438,12	522	23-09-2008	385,99	310
12-03-2008	416,59	489	24-06-2008	430,67	515	24-09-2008	385,41	297,5
13-03-2008	413,62	475,5	25-06-2008	437,4	544	25-09-2008	387,89	287,5
14-03-2008	411,78	477	26-06-2008	430,72	526	26-09-2008	378,87	272
18-03-2008	412,11	472	27-06-2008	425,9	522	29-09-2008	358,78	243,5
19-03-2008	405,02	456	30-06-2008	424,3	510	30-09-2008	351,15	248,5
25-03-2008	417,26	475,5	01-07-2008	415,11	467	01-10-2008	351,55	226,75
26-03-2008	418,96	490,5	02-07-2008	416,52	470,5	02-10-2008	341,6	229,75
27-03-2008	424,68	505	03-07-2008	408,01	474,5	03-10-2008	351,47	239,75
28-03-2008	427,34	515	04-07-2008	404,67	481	06-10-2008	312,59	193
31-03-2008	428,1	525	07-07-2008	406,84	493,5	07-10-2008	307,71	187,25
01-04-2008	435,01	509	08-07-2008	393,77	477,5	08-10-2008	292,82	171,75
02-04-2008	435,72	501	09-07-2008	408,41	487	09-10-2008	299,06	189
03-04-2008	429	485	10-07-2008	406,52	483,5	10-10-2008	280,67	168,75
04-04-2008	430,66	486	11-07-2008	395,36	463	13-10-2008	308,63	189,5
07-04-2008	438,43	494	14-07-2008	397,13	467	14-10-2008	317,59	211
08-04-2008	436,86	493,5	15-07-2008	386,84	444,5	15-10-2008	298,57	188,25
09-04-2008	431,27	491	16-07-2008	385,89	457,5	16-10-2008	285,7	172,5
10-04-2008	429,24	493	17-07-2008	399,63	477,5	17-10-2008	295,95	189,5
11-04-2008	421,43	497,5	18-07-2008	398,74	470	20-10-2008	306,77	198,5
14-04-2008	418,11	488	21-07-2008	406,32	473	21-10-2008	302,54	196,5
15-04-2008	422,18	500	22-07-2008	405,01	467,5	22-10-2008	282,7	193
16-04-2008	428,58	505	23-07-2008	415,13	489	23-10-2008	272,49	184
17-04-2008	425,62	499,5	24-07-2008	409,39	469	24-10-2008	255,19	163
21-04-2008	420,14	503	25-07-2008	406,97	457	27-10-2008	246,21	146,5
22-04-2008	418	513	28-07-2008	403,26	443	28-10-2008	247,13	144
23-04-2008	420,3	550	29-07-2008	402,86	435,5	29-10-2008	268,27	160
24-04-2008	422,62	509	30-07-2008	412,2	451	30-10-2008	276,93	180,75
25-04-2008	429,84	514	31-07-2008	417,43	470	31-10-2008	285,19	176,25
28-04-2008	425,65	530	01-08-2008	411,06	440	03-11-2008	289,98	188,75
29-04-2008	420,64	520	04-08-2008	405,88	411	04-11-2008	312,88	216
30-04-2008	427	528	05-08-2008	413,01	408	05-11-2008	301,2	195,75
02-05-2008	431,03	544	06-08-2008	417,62	420	06-11-2008	281,91	169,5
05-05-2008	433,94	554	07-08-2008	411,32	402	07-11-2008	281,99	176
06-05-2008	431,16	552	08-08-2008	414,51	394	10-11-2008	290,15	188
07-05-2008	431,49	567	11-08-2008	417,07	418,5	11-11-2008	276,37	167,5
08-05-2008	437,3	573	12-08-2008	416,12	427	12-11-2008	266,8	155,5
09-05-2008	435,13	559	13-08-2008	408,02	449	13-11-2008	267,45	152,5
13-05-2008	440,44	562	14-08-2008	413,47	479	14-11-2008	268,8	156,5
14-05-2008	444,41	581	15-08-2008	419,26	474	17-11-2008	262,89	153,25
15-05-2008	457,66	610	18-08-2008	417,1	470	18-11-2008	259,09	148,5
16-05-2008	463,65	624	19-08-2008	408,47	472	19-11-2008	249,53	137,75
19-05-2008	468,66	651	20-08-2008	408,47	454	20-11-2008	236,79	125,5

21-11-2008	233,95	127,75	02-03-2009	233,64	181,25	12-06-2009	303,67	212
24-11-2008	245,91	135,5	03-03-2009	225,75	172	15-06-2009	300,61	209,5
25-11-2008	252,12	143,5	04-03-2009	228,63	190,5	16-06-2009	299,02	206,5
26-11-2008	250,3	145	05-03-2009	218,76	181	17-06-2009	290,37	194,25
27-11-2008	261,2	157,75	06-03-2009	213,11	175,5	18-06-2009	291,88	189
28-11-2008	263,05	154,75	09-03-2009	214,37	176,5	19-06-2009	293,16	193,25
01-12-2008	257,33	146	10-03-2009	221,6	152,25	22-06-2009	284,38	180
02-12-2008	255,64	153	11-03-2009	225,33	153,5	23-06-2009	281,12	176,25
03-12-2008	254,22	146	12-03-2009	224,23	154	24-06-2009	289,05	186
04-12-2008	255,06	149	13-03-2009	224,15	155	25-06-2009	284,84	182,5
05-12-2008	246,18	135	16-03-2009	227,25	155	26-06-2009	280,58	183
08-12-2008	262,17	144,75	17-03-2009	229,17	158	29-06-2009	290,02	185
09-12-2008	265,86	153	18-03-2009	227,7	159,75	30-06-2009	290,7	181,5
10-12-2008	261,04	163,5	19-03-2009	228,71	162	01-07-2009	294,56	184,75
11-12-2008	257,41	158	20-03-2009	226,94	159	02-07-2009	289,58	176,25
12-12-2008	253,04	151	23-03-2009	229,54	164,5	03-07-2009	286,56	175
15-12-2008	254,96	163	24-03-2009	229,34	161	06-07-2009	282,62	170,75
16-12-2008	252,66	168	25-03-2009	230,19	162,5	07-07-2009	282,47	169,5
17-12-2008	253,13	174,25	26-03-2009	235,7	168	08-07-2009	282,35	166
18-12-2008	250,03	173,5	27-03-2009	232,5	170	09-07-2009	280,9	166,5
19-12-2008	248,85	171,75	30-03-2009	227,89	158,75	10-07-2009	279,84	163
22-12-2008	246,39	169	31-03-2009	228,36	156,75	13-07-2009	279,72	162,25
23-12-2008	245,95	170,75	01-04-2009	237,71	158,25	14-07-2009	282,52	174,5
29-12-2008	247,02	176,25	02-04-2009	245,61	166	15-07-2009	288,29	189
30-12-2008	247,72	183	03-04-2009	238,66	170	16-07-2009	291,02	185
02-01-2009	260,13	196,5	06-04-2009	243,51	165,5	17-07-2009	292,92	183,75
05-01-2009	275,38	199,5	07-04-2009	238,05	156,5	20-07-2009	295,79	183,5
06-01-2009	280,45	214	08-04-2009	235,59	155	21-07-2009	301,05	189,5
07-01-2009	271,07	198,75	14-04-2009	242,23	161,75	22-07-2009	299,75	185,25
08-01-2009	272,14	203	15-04-2009	240,07	163	23-07-2009	305,76	189,5
09-01-2009	271,86	202	16-04-2009	252,66	181,5	24-07-2009	305,71	193,5
12-01-2009	270,46	201	17-04-2009	264,48	191	27-07-2009	306,61	190
13-01-2009	266,63	201	20-04-2009	256,38	181,75	28-07-2009	308,15	189,75
14-01-2009	252,17	182,75	21-04-2009	254,65	181	29-07-2009	301,24	185,75
15-01-2009	255	174,75	22-04-2009	261,8	190	30-07-2009	310,13	188,5
16-01-2009	259,31	177	23-04-2009	264,83	199	31-07-2009	311,23	186,25
19-01-2009	254,53	165	24-04-2009	268,85	182,5	03-08-2009	318,78	191,25
20-01-2009	250,34	167,25	27-04-2009	265,69	177	04-08-2009	319,19	188
21-01-2009	251,92	175,25	28-04-2009	263,36	174,75	05-08-2009	322,48	191,25
22-01-2009	251,81	179,75	29-04-2009	268,45	179	06-08-2009	323,91	191,25
23-01-2009	247,51	172	30-04-2009	274,79	192	07-08-2009	322,98	189,5
26-01-2009	256,01	187,25	01-05-2009	276,66	189,5	10-08-2009	323,11	186,5
27-01-2009	253,38	182	04-05-2009	288,76	209,25	11-08-2009	318,56	185
28-01-2009	259,16	192,25	05-05-2009	289,65	220	12-08-2009	320,89	186,75
29-01-2009	256,23	186,5	06-05-2009	296,43	230,5	13-08-2009	327,32	188,75
30-01-2009	261,79	185,5	07-05-2009	294,81	217,75	14-08-2009	329,63	194,25
02-02-2009	257,04	182,5	11-05-2009	295,41	211,75	17-08-2009	324,09	189,5
03-02-2009	260,76	189	12-05-2009	293,25	194,5	18-08-2009	321,22	191
04-02-2009	268,31	225,75	13-05-2009	287,04	186,75	19-08-2009	316,53	183,5
05-02-2009	264,1	240	14-05-2009	287,08	193,25	20-08-2009	322,43	187
06-02-2009	270,7	247,5	15-05-2009	293,53	193	21-08-2009	330,2	187
09-02-2009	271,82	241,5	18-05-2009	299,73	196	24-08-2009	335,32	192,5
10-02-2009	268,05	215,25	19-05-2009	304,82	201	25-08-2009	336,52	190
11-02-2009	263,97	210	20-05-2009	308,27	205,75	26-08-2009	335,12	187,5
12-02-2009	264,9	209	25-05-2009	304,33	204,75	27-08-2009	334,81	186,75
13-02-2009	269,87	226,75	26-05-2009	299,01	201	28-08-2009	339,46	186,75
16-02-2009	268,08	216,5	27-05-2009	298,14	194	31-08-2009	335,03	182,75
17-02-2009	261,98	213,5	28-05-2009	292,34	195,75	01-09-2009	334,22	180
18-02-2009	258,3	222,75	29-05-2009	290,83	202	02-09-2009	321,9	171,75
19-02-2009	258,98	221	02-06-2009	296,95	214	03-09-2009	321,5	174,5
20-02-2009	252,97	202	03-06-2009	292,58	206	04-09-2009	328,14	178,25
23-02-2009	254,88	202,25	04-06-2009	294,13	200,5	07-09-2009	331,42	182,25
24-02-2009	248,66	200	08-06-2009	289,46	201	08-09-2009	332,67	180
25-02-2009	243,34	197,25	09-06-2009	294,34	207,75	09-09-2009	334,1	183,5
26-02-2009	249,22	195	10-06-2009	300,65	209	10-09-2009	335,3	187
27-02-2009	241,48	194,25	11-06-2009	303,72	211	11-09-2009	333,43	185

14-09-2009	331,6	182,25	15-12-2009	331,53	210	23-03-2010	383,79	239,5
15-09-2009	331,61	187,5	16-12-2009	336,56	208	24-03-2010	386,71	238,8
16-09-2009	338,24	191	17-12-2009	334,34	203,5	25-03-2010	388,48	244,2
17-09-2009	337,04	204	18-12-2009	334,29	203,75	26-03-2010	384,57	238,9
18-09-2009	337,04	198,25	21-12-2009	331,41	203	29-03-2010	382,89	237,4
21-09-2009	336,42	194,5	22-12-2009	334,25	204,25	30-03-2010	383,23	237,2
22-09-2009	339,84	193,75	23-12-2009	335,08	204,5	31-03-2010	383,04	239,5
23-09-2009	336,82	190,25	28-12-2009	334,59	207,75	06-04-2010	391,65	244,4
24-09-2009	328,87	188,5	29-12-2009	336,29	209,75	07-04-2010	397,24	247,9
25-09-2009	330,23	188,5	30-12-2009	336,69	209,5	08-04-2010	392,32	244,4
28-09-2009	334,57	190	04-01-2010	347,85	220	09-04-2010	393,99	251,1
29-09-2009	334,7	192,25	05-01-2010	345,14	224	12-04-2010	397,76	253,2
30-09-2009	335,03	192	06-01-2010	346,37	222,4	13-04-2010	395,38	249,6
01-10-2009	331,87	188,5	07-01-2010	351,28	227,2	14-04-2010	400,53	259,7
02-10-2009	325,49	183,5	08-01-2010	353,23	237,5	15-04-2010	405,22	263
05-10-2009	326,33	184,75	11-01-2010	359,54	240,5	16-04-2010	402,68	258,9
06-10-2009	333,1	192,75	12-01-2010	356,73	236,2	19-04-2010	399,28	256,9
07-10-2009	330,6	193	13-01-2010	356,53	242,8	20-04-2010	406,88	259,5
08-10-2009	333,04	206,25	14-01-2010	361,79	254,5	21-04-2010	407,88	264,5
09-10-2009	332,4	211,25	15-01-2010	359,27	254,1	22-04-2010	401,2	259,2
12-10-2009	336,52	203,5	18-01-2010	359,95	251,4	23-04-2010	407,43	260,1
13-10-2009	332,81	198,5	19-01-2010	360,47	251	26-04-2010	414,41	261,2
14-10-2009	340,91	205,75	20-01-2010	356,31	246,5	27-04-2010	408,95	262,9
15-10-2009	340,3	207,5	21-01-2010	349,69	242,9	28-04-2010	401,8	253,8
16-10-2009	339,42	206	22-01-2010	346,87	235,5	29-04-2010	411,5	258,7
19-10-2009	341,45	206	25-01-2010	349,86	240,2	03-05-2010	413,48	257,2
20-10-2009	339,98	210	26-01-2010	348,97	236,5	04-05-2010	405,51	246
21-10-2009	341,35	210,25	27-01-2010	349,61	234,6	05-05-2010	395,02	237,8
22-10-2009	335,69	208	28-01-2010	350,95	234	06-05-2010	387,15	231,6
23-10-2009	338,97	211,5	29-01-2010	354,85	238	07-05-2010	371,12	221,7
26-10-2009	333,52	205,25	01-02-2010	358,43	233	10-05-2010	394,73	240,1
27-10-2009	332,71	199,75	02-02-2010	358,17	238,1	11-05-2010	393,52	238,3
28-10-2009	325,28	191	03-02-2010	360,48	241,6	12-05-2010	403,87	245,7
29-10-2009	327,15	196,5	04-02-2010	355,92	232,4	17-05-2010	400,8	238,9
30-10-2009	324,16	191,5	05-02-2010	350,75	230,5	18-05-2010	402,73	240,1
02-11-2009	326,49	196	08-02-2010	345,43	223,5	19-05-2010	391,85	233
03-11-2009	324,62	193,75	09-02-2010	348,74	227	20-05-2010	378,99	223,7
04-11-2009	327,32	196,5	10-02-2010	346,31	222,8	21-05-2010	375,91	227,3
05-11-2009	329,73	203,25	11-02-2010	348,53	223,7	25-05-2010	367,83	217,1
06-11-2009	328,55	199,5	12-02-2010	349,74	220,2	26-05-2010	381,11	230,6
09-11-2009	334,32	206,5	15-02-2010	350,64	217,7	27-05-2010	389,85	237
10-11-2009	332,51	202,25	16-02-2010	354,54	226	28-05-2010	387	232,6
11-11-2009	335,6	204,25	17-02-2010	357,57	233,5	31-05-2010	388,69	231,7
12-11-2009	331,81	214,75	18-02-2010	358,6	233,2	01-06-2010	388,05	235,4
13-11-2009	331,62	213	19-02-2010	358,76	231,8	02-06-2010	391,19	237,5
16-11-2009	338,72	231,5	22-02-2010	360,99	235	03-06-2010	401,25	239,6
17-11-2009	335,24	232,75	23-02-2010	357,44	228,4	04-06-2010	397,2	234,3
18-11-2009	338,04	238	24-02-2010	358,05	228,7	07-06-2010	392,5	228,2
19-11-2009	333,84	224,25	25-02-2010	353,95	223,6	08-06-2010	389,89	221,5
20-11-2009	332,58	220,5	26-02-2010	354,77	229,7	09-06-2010	393,67	229,9
23-11-2009	337,02	226,75	01-03-2010	361,86	235,1	10-06-2010	401,82	234,9
24-11-2009	331,59	218,75	02-03-2010	364,37	234,4	11-06-2010	402,22	229,9
25-11-2009	330,3	212,25	03-03-2010	368,12	248,5	14-06-2010	410,66	231,9
26-11-2009	325,79	204,75	04-03-2010	364,62	250,1	15-06-2010	411,12	238,5
27-11-2009	327,28	208	05-03-2010	371,1	255	16-06-2010	408,98	236,9
30-11-2009	327,2	205	08-03-2010	371,38	251	17-06-2010	408,45	231,9
01-12-2009	332,77	213,5	09-03-2010	369,55	241,3	18-06-2010	417,24	234
02-12-2009	337,1	221,25	10-03-2010	374,02	241	21-06-2010	421,23	236
03-12-2009	334,89	217,5	11-03-2010	372,06	237,5	22-06-2010	416,97	238,7
04-12-2009	337,62	220,5	12-03-2010	372,34	241,8	23-06-2010	413,83	235,5
07-12-2009	336,56	212	15-03-2010	371,01	242,5	24-06-2010	407,01	231,1
08-12-2009	333,39	207,25	16-03-2010	377,02	241,3	25-06-2010	403,36	231,8
09-12-2009	332,32	205	17-03-2010	378,35	241,9	28-06-2010	404,47	230,7
10-12-2009	331,86	204,25	18-03-2010	377,87	239	29-06-2010	391,07	218,6
11-12-2009	332	206,5	19-03-2010	379,68	235,3	30-06-2010	393,02	211,7
14-12-2009	331,27	205,75	22-03-2010	378,16	234,7	01-07-2010	383,73	204,8

02-07-2010	390,34	207,8	04-10-2010	408,35	212	06-01-2011	470,72	198
05-07-2010	391,45	203,3	05-10-2010	412,01	211	07-01-2011	465,56	196,6
06-07-2010	401,45	216,5	06-10-2010	418,46	214	10-01-2011	468,31	196,1
07-07-2010	404,31	210,8	07-10-2010	418,77	213,7	11-01-2011	472,63	195,7
08-07-2010	406,98	210,4	08-10-2010	415,66	214,2	12-01-2011	471,14	193
09-07-2010	406,58	208,5	11-10-2010	420,76	215	13-01-2011	463,18	187
12-07-2010	407,99	210	12-10-2010	420,66	211,5	14-01-2011	464,13	186,6
13-07-2010	410,64	206,8	13-10-2010	428,56	214,8	17-01-2011	464,04	184,8
14-07-2010	413,72	203,3	14-10-2010	423,65	216,6	18-01-2011	475,02	186,2
15-07-2010	415,38	204,4	15-10-2010	420,47	216,4	19-01-2011	470,32	191,7
16-07-2010	409,33	205,2	18-10-2010	413,76	213,8	20-01-2011	463,67	189,8
19-07-2010	405,55	202	19-10-2010	409,12	211,4	21-01-2011	459,87	191,3
20-07-2010	401,22	198,3	20-10-2010	421,93	213,1	24-01-2011	461,93	193
21-07-2010	405,03	209	21-10-2010	426,99	212,5	25-01-2011	462,38	185,3
22-07-2010	409,84	216,4	22-10-2010	424,72	209,9	26-01-2011	465,49	184
23-07-2010	410,99	215,1	25-10-2010	427,85	211,8	27-01-2011	468,97	185,4
26-07-2010	412,56	220,4	26-10-2010	420,93	212	28-01-2011	467,03	186
27-07-2010	414,06	222	27-10-2010	422,76	211	31-01-2011	462,11	184,7
28-07-2010	412,92	222	28-10-2010	425,69	206,5	01-02-2011	468,06	183,2
29-07-2010	415,06	229	29-10-2010	424,2	208	02-02-2011	462,31	185
30-07-2010	410,83	224,5	01-11-2010	424,79	207,9	03-02-2011	460,72	186
02-08-2010	420,85	231,4	02-11-2010	427,55	206,4	04-02-2011	460,44	184,6
03-08-2010	425,52	227,4	03-11-2010	428	202,8	07-02-2011	462,69	190
04-08-2010	423,72	223,2	04-11-2010	432,77	207,3	08-02-2011	461,93	192
05-08-2010	424,84	228,4	05-11-2010	431,32	208,5	09-02-2011	468,4	194
06-08-2010	419,48	229,5	08-11-2010	430,46	207	10-02-2011	462,1	193,1
09-08-2010	425,49	231,5	09-11-2010	433,38	207	11-02-2011	465,27	196,9
10-08-2010	420,2	232	10-11-2010	432,89	208	14-02-2011	471,95	198
11-08-2010	411,78	225,6	11-11-2010	433,17	207,5	15-02-2011	471,82	202
12-08-2010	412,69	221,2	12-11-2010	431,58	205,5	16-02-2011	471,52	203
13-08-2010	412,99	218,3	15-11-2010	433,89	209,6	17-02-2011	468,58	198,6
16-08-2010	411,32	223,7	16-11-2010	428,37	191,6	18-02-2011	470,51	199,4
17-08-2010	416,05	234,9	17-11-2010	428,99	188,2	21-02-2011	467,1	194,1
18-08-2010	408,46	238	18-11-2010	431,89	193,6	22-02-2011	466,29	193,8
19-08-2010	404,4	230,4	19-11-2010	432,95	191	23-02-2011	463,25	191,9
20-08-2010	398,29	228,5	22-11-2010	431,78	189,7	24-02-2011	462,34	193
23-08-2010	399,92	229,8	23-11-2010	429,43	187	25-02-2011	470,61	193,6
24-08-2010	392,04	217,4	24-11-2010	431,5	188,3	28-02-2011	473,64	191,7
25-08-2010	384,65	210	25-11-2010	429,75	184,5	01-03-2011	470,44	193,2
26-08-2010	392,66	215,2	26-11-2010	428,54	185	02-03-2011	467,3	187
27-08-2010	393,45	217,6	29-11-2010	423,17	180,7	03-03-2011	470,79	185,3
30-08-2010	393,79	222	30-11-2010	424,77	181	04-03-2011	469,45	186,5
31-08-2010	396,38	221,5	01-12-2010	434,07	187	07-03-2011	468,22	183
01-09-2010	408,91	231,6	02-12-2010	440,57	190,2	08-03-2011	468,83	184,1
02-09-2010	406,71	231,9	03-12-2010	437,43	187,1	09-03-2011	470,57	185
03-09-2010	408,29	235	06-12-2010	439,29	186,1	10-03-2011	466,68	179,2
06-09-2010	407,48	234	07-12-2010	442,04	189	11-03-2011	461,95	179,6
07-09-2010	407,65	226,8	08-12-2010	442,81	191	14-03-2011	460,09	181,9
08-09-2010	408,64	228,7	09-12-2010	438,04	188,2	15-03-2011	449,25	178,3
09-09-2010	415,37	230	10-12-2010	447,67	187	16-03-2011	448,53	177,5
10-09-2010	416,34	226,7	13-12-2010	449,74	193	17-03-2011	451,68	178,7
13-09-2010	419,74	232,5	14-12-2010	450,14	193,2	18-03-2011	461,97	180,1
14-09-2010	419,47	231	15-12-2010	451,45	203,4	21-03-2011	460,52	180,2
15-09-2010	416,77	226,1	16-12-2010	450,29	200	22-03-2011	458,46	181,3
16-09-2010	413,23	222	17-12-2010	455,86	201,1	23-03-2011	460,42	180,6
17-09-2010	412,9	218,5	20-12-2010	453,85	198,5	24-03-2011	462,06	182,9
20-09-2010	415,4	219,9	21-12-2010	455,54	201,3	25-03-2011	459,85	184,5
21-09-2010	417,54	222,8	22-12-2010	453,89	197	28-03-2011	459,35	184
22-09-2010	417,61	222	23-12-2010	459,3	200,4	29-03-2011	460,05	183,5
23-09-2010	416,09	220,2	27-12-2010	457,32	199	30-03-2011	467,74	182
24-09-2010	419,28	224,4	28-12-2010	460,1	201	31-03-2011	467,15	181,5
27-09-2010	417,05	221	29-12-2010	459,68	204	01-04-2011	469,16	183
28-09-2010	416,1	218,6	30-12-2010	457,58	202,5	04-04-2011	469,09	178,3
29-09-2010	415,12	217,5	03-01-2011	461,89	205	05-04-2011	470,96	180,1
30-09-2010	416,96	216,4	04-01-2011	467,97	200,5	06-04-2011	472,88	180,6
01-10-2010	412,1	216,2	05-01-2011	468,39	197,8	07-04-2011	469,39	180,2

08-04-2011	470,97	182	20-07-2011	431,08	169,7	20-10-2011	342,43	156,5
11-04-2011	470,04	183	21-07-2011	433,84	173,7	21-10-2011	349,47	159
12-04-2011	465,29	175,5	22-07-2011	438,05	175,2	24-10-2011	354,35	163,6
13-04-2011	465,57	174,6	25-07-2011	435,81	173,7	25-10-2011	355,8	162,4
14-04-2011	462,28	174,6	26-07-2011	431,07	173,5	26-10-2011	358,78	162,9
15-04-2011	462,1	173,2	27-07-2011	427,78	172,5	27-10-2011	372,32	162
18-04-2011	457,33	172,5	28-07-2011	425,91	172,3	28-10-2011	374,75	163,1
19-04-2011	458,24	171,1	29-07-2011	420,54	171,1	31-10-2011	362,77	158
20-04-2011	466,27	176,3	01-08-2011	418,58	169,7	01-11-2011	353,64	151,7
26-04-2011	463,79	178,5	02-08-2011	406,28	163,2	02-11-2011	353,18	150,8
27-04-2011	458,03	178,5	03-08-2011	397,77	160,8	03-11-2011	361,36	153
28-04-2011	457,99	177,5	04-08-2011	389,5	159	04-11-2011	362,52	151,6
29-04-2011	462,81	180,4	05-08-2011	375	156,6	07-11-2011	364,81	150,5
02-05-2011	467,61	180,6	08-08-2011	363,18	147	08-11-2011	370,26	151,4
03-05-2011	462,91	178,6	09-08-2011	370,94	147	09-11-2011	369,24	148,4
04-05-2011	457,76	176,7	10-08-2011	362,59	142,9	10-11-2011	365,28	148,6
05-05-2011	453,92	175,1	11-08-2011	361,16	142,6	11-11-2011	373,08	151,3
06-05-2011	459,05	180	12-08-2011	372,43	150,7	14-11-2011	375,54	150
09-05-2011	458,39	180,6	15-08-2011	380,48	153	15-11-2011	376,41	155,1
10-05-2011	455,82	181,8	16-08-2011	373,09	142,3	16-11-2011	376,84	154,1
11-05-2011	459,21	181,9	17-08-2011	370,02	145,2	17-11-2011	376,05	150,4
12-05-2011	459,69	189,8	18-08-2011	352,67	140,3	18-11-2011	373,87	148,9
13-05-2011	463,5	186,5	19-08-2011	348,93	136,5	21-11-2011	367,58	144,3
16-05-2011	463,28	187,3	22-08-2011	345,19	139,1	22-11-2011	365,32	141,8
17-05-2011	460,56	186,6	23-08-2011	338,9	143,9	23-11-2011	363,45	140,1
18-05-2011	460,56	186,4	24-08-2011	340,86	144,4	24-11-2011	360,21	139,3
19-05-2011	462,26	187,7	25-08-2011	335,1	140,5	25-11-2011	363,41	139,7
23-05-2011	454,64	185,7	26-08-2011	337,12	144,3	28-11-2011	371,02	142,2
24-05-2011	455,75	185	29-08-2011	346,61	148,5	29-11-2011	373,03	144,3
25-05-2011	456,24	184,9	30-08-2011	347,04	148,4	30-11-2011	385,19	146,5
26-05-2011	451,3	182,3	31-08-2011	359,41	155	01-12-2011	378,11	145
27-05-2011	453,27	183	01-09-2011	362,53	154,7	02-12-2011	382,84	147,4
30-05-2011	454,4	182,5	02-09-2011	351,78	153	05-12-2011	384,73	148,2
31-05-2011	456,25	184,7	05-09-2011	341,18	143,5	06-12-2011	385,02	146,9
01-06-2011	454,55	184,7	06-09-2011	342,08	144,5	07-12-2011	385,54	144,8
06-06-2011	449,52	179,4	07-09-2011	353,7	151,8	08-12-2011	381,65	139,8
07-06-2011	447,24	182,4	08-09-2011	356,67	153	09-12-2011	380,19	140,9
08-06-2011	437,81	178,2	09-09-2011	347,15	149,2	12-12-2011	376,74	137,5
09-06-2011	439,76	174,8	12-09-2011	336,72	144,1	13-12-2011	380,45	135,3
10-06-2011	438,79	173,6	13-09-2011	337,48	148,2	14-12-2011	371,36	131,5
14-06-2011	440,61	173,2	14-09-2011	340,34	151,9	15-12-2011	374,08	131,1
15-06-2011	432	171,4	15-09-2011	349,32	156,4	16-12-2011	372,73	132,2
16-06-2011	422,57	170,4	16-09-2011	347,59	157,5	19-12-2011	374,78	131,3
17-06-2011	423,19	171,5	19-09-2011	340,98	156	20-12-2011	380,02	134,4
20-06-2011	416,6	168,1	20-09-2011	348,42	156,5	21-12-2011	380,01	134,9
21-06-2011	423,2	168,7	21-09-2011	349,47	155	22-12-2011	377,62	135
22-06-2011	420,53	170,9	22-09-2011	338,99	148,9	23-12-2011	382,6	135
23-06-2011	414,69	168,5	23-09-2011	338,72	147,8	27-12-2011	383,36	133,1
24-06-2011	415,93	168,6	26-09-2011	341,62	150,4	28-12-2011	384,91	132,5
27-06-2011	414,92	168,1	27-09-2011	355,52	154,7	29-12-2011	385,91	133
28-06-2011	415,59	171,5	28-09-2011	350,63	154,1	30-12-2011	389,95	134,5
29-06-2011	423,86	174,2	29-09-2011	353,58	155,9	02-01-2012	398,1	136,2
30-06-2011	431,06	177,1	30-09-2011	350,34	153,9	03-01-2012	400,26	138,1
01-07-2011	436,16	176,7	03-10-2011	349,82	152,9	04-01-2012	393,93	138,7
04-07-2011	440,81	180,4	04-10-2011	342,02	149,1	05-01-2012	399,66	138,9
05-07-2011	439,83	176,2	05-10-2011	342,98	150,8	06-01-2012	398,42	138,6
06-07-2011	436,43	174,6	06-10-2011	342,77	152,2	09-01-2012	403,55	137,4
07-07-2011	438,57	177,6	07-10-2011	343,55	151,4	10-01-2012	406,01	139,5
08-07-2011	437,94	174,6	10-10-2011	349,61	154,4	11-01-2012	402,1	140
11-07-2011	431,82	170,7	11-10-2011	346,09	154,2	12-01-2012	402,3	141,2
12-07-2011	427,4	176	12-10-2011	353,91	155,9	13-01-2012	401,19	140,9
13-07-2011	433,05	176,8	13-10-2011	349,74	158,5	16-01-2012	405,5	139
14-07-2011	430,4	176,4	14-10-2011	349,29	159,5	17-01-2012	406,09	143,8
15-07-2011	432,51	171	17-10-2011	342,61	158,4	18-01-2012	406,97	143,4
18-07-2011	429,11	168,2	18-10-2011	345,84	157,9	19-01-2012	409	144,6
19-07-2011	431,34	168,4	19-10-2011	342,98	156,5	20-01-2012	405,46	141

23-01-2012	406,19	142	27-04-2012	454,59	156,5
24-01-2012	403,14	141,5	30-04-2012	458,75	159,3
25-01-2012	404,47	145	01-05-2012	459,52	159
26-01-2012	408,91	145,8	02-05-2012	459,38	157,5
27-01-2012	404,96	144,2			
30-01-2012	401,65	140,5			
31-01-2012	408,53	142,3			
01-02-2012	416,66	150,1			
02-02-2012	424	151,9			
03-02-2012	432,89	153,9			
06-02-2012	431,84	155,8			
07-02-2012	436,34	162			
08-02-2012	437,35	162,1			
09-02-2012	437,97	160,5			
10-02-2012	437,68	160,4			
13-02-2012	444,97	160,7			
14-02-2012	442,18	159,5			
15-02-2012	453,12	161,6			
16-02-2012	448,72	161			
17-02-2012	450,81	162			
20-02-2012	457,14	163,8			
21-02-2012	453,9	163			
22-02-2012	451,26	159,8			
23-02-2012	452,97	160			
24-02-2012	455,32	163,4			
27-02-2012	449,34	162			
28-02-2012	454,54	163,5			
29-02-2012	453,77	164			
01-03-2012	457,05	163,9			
02-03-2012	457,04	166,3			
05-03-2012	455,05	165,3			
06-03-2012	443,68	155,5			
07-03-2012	446,43	156,7			
08-03-2012	447,68	159,5			
09-03-2012	456,16	161,5			
12-03-2012	456,08	162,5			
13-03-2012	459,94	164,5			
14-03-2012	458,29	162,5			
15-03-2012	457,64	160,8			
16-03-2012	458,93	162,7			
19-03-2012	458,08	165,6			
20-03-2012	456,98	167,4			
21-03-2012	456,62	165,7			
22-03-2012	449,85	160,4			
23-03-2012	447,66	163,1			
26-03-2012	453,21	162,3			
27-03-2012	446,3	162			
28-03-2012	449,64	161,5			
29-03-2012	438,87	158,9			
30-03-2012	444,71	166			
02-04-2012	459,26	167,2			
03-04-2012	465,15	167,8			
04-04-2012	453,71	162,7			
10-04-2012	449,12	157,1			
11-04-2012	448,12	157,5			
12-04-2012	454,36	154,4			
13-04-2012	451,04	156,3			
16-04-2012	455,97	152,6			
17-04-2012	461	154,7			
18-04-2012	460,74	153,7			
19-04-2012	463,76	154,5			
20-04-2012	462,98	156,1			
23-04-2012	454,98	152,4			
24-04-2012	456,19	153			
25-04-2012	457,43	154			
26-04-2012	456,98	153			

Kilde: Nasdaq OMX Nordic og egen tilvirkning

Bilag 15: Budget og værdiansættelse

Budget for D/S Norden (Beløb i USD 1000)	Budgetperiode						Terminalperiode
	Regnskab 2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	
Omsætningsvækst tørlast		-25,00%	3,00%	8,00%	8,00%	2,50%	2,50%
Omsætningsvækst tank		-10,00%	5,00%	10,00%	10,00%	2,50%	2,50%
Nettoomsætning tørlast	1.936.341	1.452.256	1.495.823	1.615.489	1.744.728	1.788.347	1.833.055
Nettoomsætning tank	336.478	302.830	317.972	349.769	384.746	394.364	404.224
Samlet nettoomsætning	2.272.819	1.755.086	1.813.795	1.965.258	2.129.474	2.182.711	2.237.279
OGsalg (før skat)	4,39%	2,00%	4,00%	9,00%	9,00%	6,00%	6,00%
DOsalg før skat	99.806	29.045	59.833	145.394	157.026	107.301	134.237
Skat (3,6 %)		-1.046	-2.154	-5.234	-5.653	-3.863	-4.833
DOsalg efter skat	93.659	27.999	57.679	140.160	151.373	103.438	129.404
Udvikling i NDA		5,00%	4,00%	-4,00%	-4,00%	0,50%	0,50%
Nettodriftsaktiver (NDA)	1.752.287	1.839.901	1.913.497	1.836.958	1.763.479	1.772.297	1.781.158
Årlig tilvækst - ΔNDA		87.614	73.596	-76.540	-73.478	8.817	8.861
FCF = DO-ΔNDA		-59.615	-15.917	216.700	224.851	94.621	120.543
DCF							
Tilbagediskonteringsfaktor	1,000	0,924	0,854	0,789	0,729	0,674	0,674
Tilbagediskonteringsværdi		-55.087	-13.591	170.976	163.932	63.745	1.419.735
Minoritetsinteresser	66						
Netto fin.aktiver (NFA)	242.132						
WACC	8,22%						
Nutidsværdi FCF sum	329.976						
Terminalværdi	1.419.735						
Enterprise værdi							
DCF (sum af nutidsværdi FCF og terminalværdi)	1.749.711						
Equity værdi							
DCF (+NFA-MIN)	1.991.777						
Aktiekurs pr. 2. maj 2012							
Antal aktier	43.000.000						
USD kurs pr. 2. maj 2012	5,60						
Endelig kurs	267						

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 16: Følsomhedsanalyse

Ændring i aktiekurs		Ændring i WACC						
Ændring i vækst		-3,00%	-2,00%	-1%	0,00%	1%	2,00%	3%
	3,00%	611	455	365	306	264	234	210
	2,00%	582	434	348	293	253	224	202
	1,00%	554	414	333	280	242	215	193
	0,00%	527	394	317	267	232	206	185
	-1,00%	501	375	303	255	222	197	178
	-2,00%	477	358	289	244	212	189	171
	-3,00%	453	340	275	233	203	181	164
Ændringen i procent		Ændring i WACC						
Ændring i vækst		-3,00%	-2,00%	-1%	0,00%	1%	2,00%	3%
	3,00%	129%	70%	37%	15%	-1%	-12%	-21%
	2,00%	118%	63%	30%	10%	-5%	-16%	-24%
	1,00%	107%	55%	25%	5%	-9%	-19%	-28%
	0,00%	97%	48%	19%	0%	-13%	-23%	-31%
	-1,00%	88%	40%	13%	-4%	-17%	-26%	-33%
	-2,00%	79%	34%	8%	-9%	-21%	-29%	-36%
	-3,00%	70%	27%	3%	-13%	-24%	-32%	-39%

Kilde: Egen tilvirkning