

Copenhagen Business School 2013
Cand.merc.aud
Kandidatafhandling

Værdiansættelse af TORM A/S

Strategisk og Regnskabsmæssig analyse

(A Valuation of TORM A/S)



Ekstern Lektor:
Thomas Kaas Selsø

Udarbejdet af:

Peter Christian Lintrup
XXXXXX-XXXX

Afleveringsdato: 8/8 - 2013

Antal anslag: 148.620
Antal normalsider: 79



Executive summary

The purpose of this thesis is to make a valuation of the Danish Shipping firm TORM A/S, and to analysis if the stock price pr. 13th of March 2013 is under or overestimated. Furthermore this thesis will examine the consequences of the valuation of TORM A/S in the fluctuations in freight rates.

The strategic analyze focuses on internal and surrounding factors, which have a significant impact on the company. The internal factors in TORM A/S, show that there was several initiatives wich should lead the company to a stronger financial situation; continuing training of their employees, and the improvement of their ships efficientcy. The weaknesses in the firm are mainly to the short term debt, and the valuation of their fleet. The future can therefore contain an increase in depreciations connected to the fleet value. The surrounding factors show that there are a number of possibilities for the firm in the future based on the growth in BNP for several vitale countries, which should lead to an increase in demand for shipping. The fluctuations in freight rates, is primarily due to various natural disasters such as, the Tsunami in Japan and the floods in Western Australia, which is a continious threat in the future. The competitive intensity in the shipping industry concludes to be high, mainly because of the overcapacity of vessels and strong competitors on the market.

The financial analyze concludes a negative fluctuation on all 3 levels of the Dupont Model. Since 2007 TORM A/S has generated a decreasing profit every year. In 2011 ROE was calculated at -54 %, ROIC -15 %, FGEAR 207 % and OG -31 %.

Based on the strategic and the financial analyze, the thesis includes a budget for the next 5 years. The budget is the basis for the valuation of TORM A/S, and is made in accordance to the FCFF model. The valuation shows that the firms' stock price has been underestimatet on the market. The value of the firm was calculated to 2.164.353 USD'000 with a stock price of 5, 35 USD. Whilst the stock price according to Nasdaq OMX, was on the 13th March 2013 at 1, 73 USD. Investing in TORM A/S is high risk, primarily because of the many uncertainties regarding the future of the firm. The sensitivity analysis showed that future growth in sale, as a consequence of increasing freight rates will have a material effect on the value of TORM A/S.



Contents

Executive summary.....	1
1.0 Kapitel 1, Indledning	6
1.1 Afhandlingens formål og målgruppe	7
1.2 Problemformulering	8
1.3 Problembehandling	8
1.4 Afgrænsninger	9
1.5 Kildekritik	9
1.6 Afhandlingens disposition	10
1.7 Teorivalg	12
1.8 Empirivalg	13
1.9 Præsentation af TORM A/S.....	13
1.9.1 Organisation og ledelse	15
1.9.2 Aktiekursens udvikling de seneste 5 år	15
1.9.3 Aktionærforhold	16
1.9.4 Torm A/S vision, mission og værdier	16
1.10 Identifikation af konkurrenten der ønskes sammenlignet med Torm A/S.....	17
1.10.1 Damskibsselskabet Norden	17
2.0 Kapitel 2, Strategisk analyse	19
2.1 Intern analyse	20
2.1.1 Materielle ressourcer	20
2.1.1.1 Flåden	21
2.1.2 Immaterielle ressourcer	22
2.1.3 Menneskelige ressourcer	23
2.1.4 Virksomhedens interne kompetencer.....	24
2.1.4.1 Changing Trim.....	24
2.2 Omverdens analyse (PEST)	25
2.2.1 Politiske forhold.....	25
2.2.1.1 Høje oliepriser og effekten af det arabiske forår	25
2.2.2 Økonomiske forhold	27
2.2.2.1 Finanskrisen, og de økonomiske konjunkturer	27
2.2.2.2 Udviklingen i BNP	28
2.2.2.3 Udviklingen i rentebærende gæld	30



2.2.3 Socio kulturelle forhold	30
2.2.3.1 Livsstil og demografi	30
2.2.3.2 Øget fokus på CSR.....	31
2.2.3.3 Nedbringelse af skadelige drivhusgasser/miljømæssigt ansvar	32
2.2.4 Teknologiske forhold	33
2.2.4.1 Innovation indefor skibsfart	33
2.2.5 Sammenfatning PEST	33
2.3 Fragtraternes udvikling.....	34
2.3.1 Fragtraternes udvikling for tørlastdivisionen.	35
2.3.2 Fragtraternes udvikling for produkttankdivisionen.....	36
2.4 Nordens påvirkning af omverdensfaktorerne	38
2.4.1 Dampskibsselskabet Norden	39
2.5 Branche analyse (Porters five forces)	40
2.5.1 Truslen fra nye indtrængere.....	40
2.5.2 Købernes forhandlingsstyrke.....	41
2.5.3 Truslen fra substituerende produkter	42
2.5.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	43
2.5.5 Konkurrenceintensiteten i branchen.....	44
2.6 Delkonklusion (SWOT)	44
3.0 Kapitel 3, Regnskabsanalyse	45
3.1 Gennemgang af revisionspåtegninger.....	45
3.2 Fastsættelse af væsentlighed i forbindelse med regnskabsanalysen	46
3.3 Anvendte regnskabspraksis	47
3.3.1 Kontinuitetsbrud.....	47
3.4 Sammenligning af Torm A/S	49
3.4.1 Anvendte regnskabspraksis hos Dampskibsselskabet Norden.....	49
3.5 Korrektion af regnskabstal til analysebrug.....	50
3.5.1 Korrektion af egenkapitalen	50
3.5.2 Korrektion af resultatopgørelse	50
3.5.3 Korrektion af aktiv og passivposter	50
3.5.4 Korrektion af Nordens regnskabstal.....	50
3.6 Rentabilitetsanalyse	51
3.6.1 Niveau 1, finansiel og driftsmæssig gearing	51



3.6.2 Niveau 2, Dekomponering af driftsaktivitetens rentabilitet	53
3.6.3 Niveau 3, Analyse af underliggende drivere.....	54
3.7 Aktivitetsanalyse.....	55
3.7.1 Driftsmæssig risiko	56
3.7.1.2 OG risikoen.	56
3.7.1.3 AOH risikoen.	56
3.8 Den finansielle risiko.....	57
3.9 Soliditetsanalyse	57
3.10 Likviditetsanalyse.....	58
3.10.1 Korrektion af pengestrømsopgørelsen.....	58
3.11 Delkonklusion regnskabsanalyse.....	59
4.0 Kapitel 4, Værdiansættelsen	60
4.1 Budgetforudsætninger for TORM A/S.....	60
4.2 Budgetperiodens længde og detaljeringsgrad	60
4.3 Inddragelse af resultater fra den strategiske analyse og regnskabsanalyse	60
4.3.1 Salgsvæksten	62
4.3.2 Core driftsoverskud fra salg efter skat	63
4.3.3 Effektiv skatteprocent	64
4.3.4 Core andet driftsoverskud efter skat.....	64
4.3.5 Usædvanlige poster	65
4.3.6 Lånerenten.....	65
4.3.7 Omsætningshastigheder	66
4.3.8 Arbejdskapital og Anlægs kapital	66
4.3.9 Pengestrømsopgørelse	66
4.4 Budget og proforma regnskab.....	66
4.5. Værdiansættelsen af TORM A/S.....	67
4.6 Fastlæggelse af kapitalomkostningen	67
4.6.1 Markedsværdi af egenkapitalen.....	67
4.6.2 Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	68
4.6.3 Markedsværdi af virksomheden.....	68
4.6.4 Ejernes afkastkrav.....	68
4.6.4.1 Beta.....	68
4.6.4.2 Bestemmelse af den risikofrie rente	69



4.6.4.3 Risikopræmie	69
4.6.4.4 Ejernes afkastkrav til TORM A/S.....	70
4.6.4.5 Estimering af fiansielle forpligtelsers afkastkrav	70
4.9 Bestemmelse af kapitalomkostningen	71
4.7 Udlænding af wacc	71
4.10 Værdiansættelse af TORM A/S.....	72
4.10.1 Sammenfatning	73
4.11 Følsomhedsanalyse ved udsving i fragtraterne.....	73
4.11.1 Worst and Best Case Matrix	74
4.11.2 Sammenfatning	74
4.12 Delkonklusion	75
4.13 En mulig køber af TORM A/S.....	75
4.13.1 Shippingbranchen, uden TORM A/S.....	76
4.14 Hovedkonklusion	77
5.0 Litteraturliste	80
5.1 Artikler	80
5.2 Publikationer og andre udgivelser.....	81
5.3 Bøger.....	82
5.4 Billagsoversigt.....	82
Bilag 3.5 reformulerede opgørelser for Norden / Officielle regnskabstal.....	82
Bilag 3.6 reformulerede opgørelser for TORM A/S / Officielle regnskabstal	89
Bilag 2.3.2 Flådeoversigt TORM A/S	95
Bilag 4.4 a Budget TORM A/S	97
Bilag 4.4 b Proforma regnskab TORM A/S.....	97



1.0 Kapitel 1, Indledning

Danmark har i mange år været en global aktør i shipping industrien, og flere succesfulde danske shippingvirksomheder, som Dampskibsselskabet Norden¹ og TORM A/S har igennem årene udvidet deres position på markedet, så de konkurrerer på det verdensomspændne shippingmarked, og betegnes som større aktører i shippingbranchen.

TORM A/S blev grundlagt i året 1889, af kaptajn Ditlev E. Torm og Christian Schmiegelow, og blev styret via Torm familiens lejlighed i København. Siden har TORM A/S udviklet sig til en stor anerkendt shippingvirksomhed².

Verdenssamfundet har handlet på tværs af landegrænser, og den stigende økonomiske velstand i verden, har op igennem det nye årtusind, gjort at efterspørgselen på transport af varer og råvarer aldrig har været større. I dag transporteres omkring 90 % af verdens gods via søvejen, og de danske shippingvirksomheder spiller en betydelig rolle, da de står for transporten af op imod 10 % af den samlede transport målt på værdi³.

Den globale finanskrisen ramte verdens finansmarkeder i 2007, og havde en markant indvirkning på produktionen i verdenssamfundet, herunder fragt af materialer. Efterspørgslen faldt på varer og råvarer, samtidig med at fragtraterne ligeledes faldt markant i denne periode, og har været meget svingende efter den globale recession⁴. Finanskrisen kan derfor ligeledes aflæses i de fleste virksomheders årsregnskaber der sørger for transporten af gods, herunder TORM A/S⁵.

Gennem de seneste 5 år, har udviklingen i TORM A/S' årsregnskaber været præget af en massiv resultat nedgang, hvilket blandt andet har været medvirkende til at rederiet aldrig før har været så presset som de er i dag rent likviditetsmæssigt.

Årets resultat er skrumpet over de seneste fem år fra 792 mio. USD. i 2007, til et negativt resultat på i alt -453 mio. USD. i 2011, med en samlet resultatnedgang på i alt -1.245 mio. USD.

¹ Norden årsregnskab side 2.

² <http://www.torm.com/about/history/torm-through-history/1889-1899>

³ Artikel (Miljø og effektive maritime løsninger)

⁴ Artikel (Overraskende spring i rater)

⁵ Artikel (Finanskrisefald i shipping og rederi)



Den negative udvikling i årets resultat over de seneste fem år, har ligeledes afledt en negativ udvikling i egenkapitalen, fra 1.081 mio. USD. i 2007, til en egenkapital på i alt 644 mio. USD. i 2011⁶.

Spådommen over den fremtidige shippingbranche er dystre, og den verdenskendte økonom Martin Stopford indenfor skibsfart spår at krisen kan fortsætte frem til år 2027. Dette indikerer, at der er brug for nytænkning og en radikal ændring internt i shippingbranchen for at komme igennem en af de værste krisetider i branchens historie⁷.

På baggrund af udviklingen i TORM A/S' omverden og de svingende fragtrater, den stigende gældsfaktor, og de dystre udsigter til at krisen indenfor shipping kan fortsætte frem til år 2027. Finder jeg det yderst relevant at se på værdiansættelsen af virksomheden, og komme med en konklusion på om en investering i rederiet TORM A/S kan være fordelagtigt netop nu med faldende aktiekurser og dystre udsigter. Endvidere vil jeg analysere betydningen af fragtraternes udsving, og vurdere fragtraternes påvirkning på TORM A/S, for den samlede værdiansættelse af virksomheden.

Endeligt er det interessant at vurdere om TORM A/S er i stand til at omstille sig, og tilpasse sig de nuværende og fremtidige markedsforhold.

Denne afhandlings formål er at analysere de faktorer der er med til at påvirke den fremtidige søvej for et af Danmarks største og mest anerkendte internationale shippingvirksomheder.

1.1 Afhandlingens formål og målgruppe

Afhandlingen skal fungere som en værdiansættelsesanalyse af virksomheden TORM A/S, ved offentliggørelsen af deres årsrapport for 2012 den 13. marts 2013. Opgaven skal visualisere de problemstillinger der eksisterer indenfor shippingbranchen i forbindelse med den globale finanskrisens efterdønninger, og de omverdens faktorer der påvirker shippingbranchen.

Målgruppen for dette speciale er vejleder og censor, samt de studerende på Cand.merc.aud. studiet, da modellerne der anvendes igennem afhandlingen, er en del af det samlede pensum på studiet.

⁶ TORM årsregnskab, side 7

⁷ Artikel (Spådom: Shippingkrise frem til 2027)

1.2 Problemformulering

På baggrund af den ovenstående indledning leder det mig frem til følgende problemstilling, som ønskes besvaret igennem udarbejdelsen af afhandlingen.

"Hvad er værdien af TORM A/S pr. 13. marts 2013, og er der her tale om en undervurdering eller overvurdering, og hvilken betydning har udviklingen i fragtraterne for værdiansættelsen?"

1.3 Problembehandling

Med udgangspunkt i ovennævnte problemformulering vil denne afhandling, blive besvaret ved hjælp af en fundamentalanalyse, hvor jeg vil gennemgå årsregnskaberne fra de seneste fem regnskabsår fra 2007 – 2011, for herefter at udarbejde værdiansættelsen af TORM A/S.

Besvarelsen af ovennævnte problemformulering vil blive behandlet ved hjælp af nedenstående underspørgsmål.

Kapitel 2 (strategisk analysedel)

- Hvilke styrker og svagheder karakteriserer de interne forhold i TORM A/S?
- Hvilke omverdens faktorer påvirker TORM A/S', primære markeder?
- Hvordan ser TORM A/S konkurrencesituation ud?
- Hvordan ser resultaterne ud for TORM A/S i forhold til konkurrenten Norden?

Kapitel 3 (regnskabsanalysedel)

- Hvordan har økonomien udviklet sig de seneste 5 år for TORM A/S?
- Hvorledes kan den økonomiske udvikling forklares ved nøgletal?
- Hvordan ser resultaterne ud for TORM A/S i forhold til konkurrenten Norden?



Kapitel 4 (værdiansættelse)

- Hvad er værdien af TORM A/S, pr. offentliggørelsesdatoen den 13. marts 2013?
- Hvordan vil ændringer i input / forudsætninger påvirke den estimerede værdi pr. 13 marts 2013?
- Hvem kunne være en mulig opkøber af TORM A/S, nu hvor selskabet befinder sig i en krise situation?
- Hvordan ville et opkøb af TORM A/S ændre branchesituationen?

1.4 Afgrænsninger

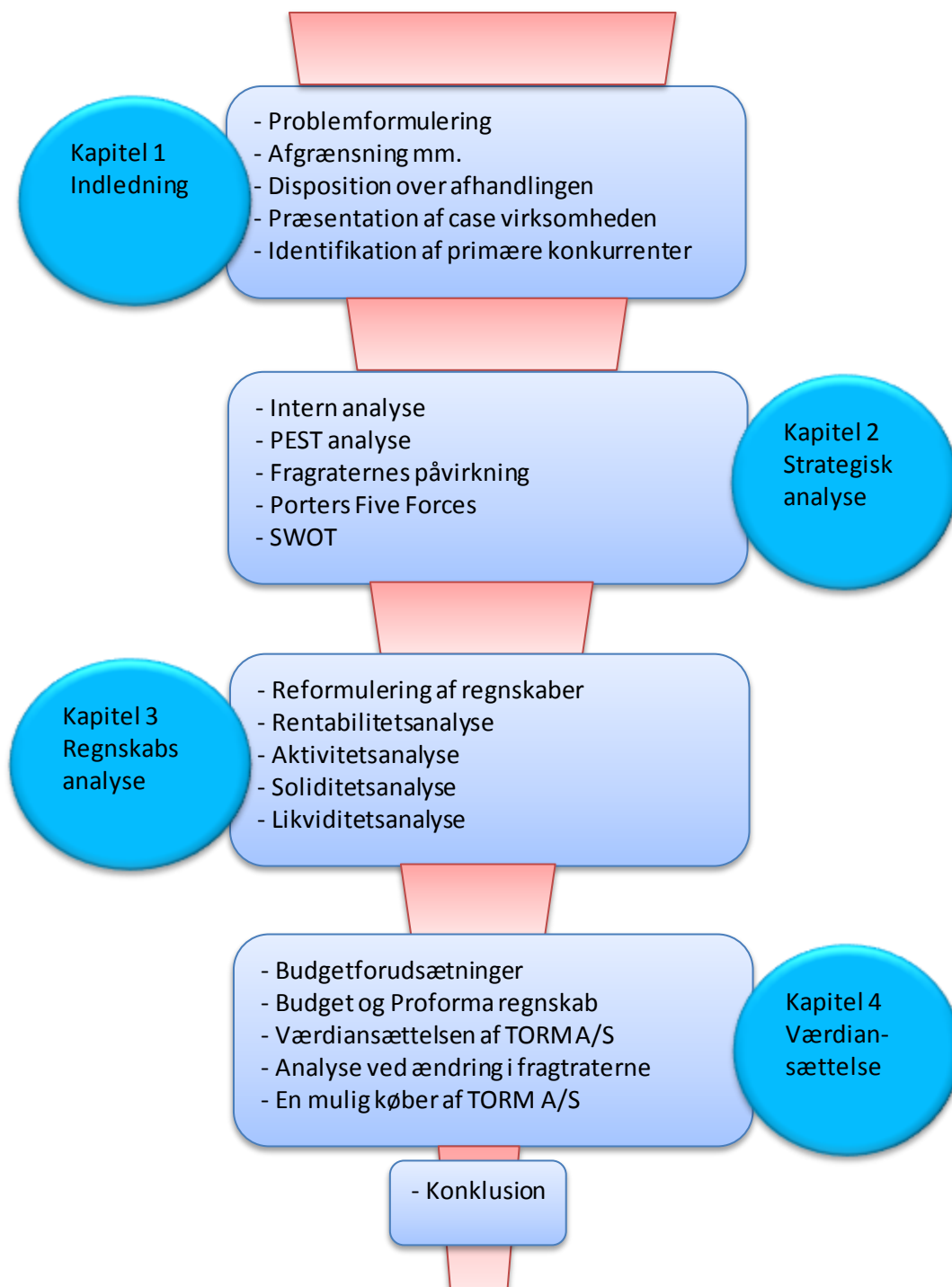
Til brug for behandlingen af ovenstående problemformulering, og dertilhørende underspørgsmål, er alt information og data indhentet før den 13. marts 2013 ved offentliggørelsen af TORM A/S' regnskab⁸. Oplysninger efter den 13. marts 2013, vil derfor ikke indgå i denne afhandling, da det primære datagrundlag til brug for regnskabsanalysen, samt værdiansættelsen er opgjort på baggrund af årsrapporterne fra 2007 - 2011. Endvidere er der valgt at fokusere på begge forretningsgrene i TORM A/S, som tilsammen udgør den totale omsætning. Tørlastdivisionen og produkttankdivisionen, er begge divisioner som er væsentlige for virksomheden, hvorfor gennemgangen i afhandlingen vil indeholde begge to.

1.5 Kildekritik

Til brug for udarbejdelsen og analysen af denne afhandling omkring TORM A/S, er den primære kilde de historiske årsrapporter fra 2007 – 2011, diverse artikler, informationer fra forskellige internet hjemmesider samt diverse rapporter vedrørende de væsentligste forhold. Jeg har som udgangspunkt valgt at søge materiale omkring TORM A/S' konkurrent fra konkurrentens egen hjemmeside og anden offentlig tilgængelig information, for at sikre at materialet der anvendes til at analysere konkurrenten ikke stammer fra TORM A/S' eget billede af konkurrencesituationen, dette er essentielt for rigtigheden af analysen og for den endelige konklusion på afhandlingen. Jeg forholder mig kritisk til de kilder jeg anvender, da materialet kan være udarbejdet med et farvet billede fra den pågældende kilde.

⁸ Torm A/S finanskalender 2013

1.6 Afhandlingens disposition



Figur 1.6 a (Oversigt over afhandlingens disposition).

Ud fra figur 1.6 a, fremgår dispositionen igennem afhandlingen, og opgaven kan inddeles i 4 kapitler. I kapitel 1, vil afhandlingen starte med et executive summary, hvor der gives et detaljeret overblik over afhandlingen, og de vigtigste resultater.

Kapitel 2, 3 og 4 afspejler problemformuleringen, og er udarbejdet for at skabe overblik for læseren, og vise den røde tråd igennem afhandlingen.

Nedenstående er en kort introduktion til de fire forskellige kapitler, og en kort beskrivelse af hvad kapitlerne indeholder. De oplyste modeller vil blive gennemarbejdet i de dertilhørende kapitler, og det vurderes ikke, at der er yderlige behov for at forklare teorien bag de anvendte modeller, da det forudsættes at interessenterne til denne afhandling besidder en længere videregående økonomisk uddannelse, eller er Cand.merc.aud studerende, hvorfor kendskabet til modellerne forventes at være på et højt niveau.

Kapitel 1 (Indledning)

I kapitel 1 vil jeg give læseren, et overordnet billede af afhandlingens disposition, og den dertilhørende problemformulering samt underspørgsmål. Endvidere er der udarbejdet en præsentation af virksomheden TORM A/S fra begyndelsen i 1889 frem til nutiden. Endvidere vil jeg i kapitlet, udvælge en af de primære konkurrenter til TORM A/S, og den valgte konkurrent vil kort blive præsenteret.

Kapitel 2 (Strategisk analyse)

Igennem kapitel 2 vil jeg analysere, de primære omverdens faktorer, der har den største indvirkning på TORM A/S. Omverdens faktorerne vil blive analyseret ved hjælp af de modeller, der er gennemgået på Cand.merc.aud. studiet, og følgende modeller vil blive anvendt; PEST analyse, Porters 5 forces og en SWOT analyse.

SWOT analysen anvendes til en samlet opsamling af konklusionerne igennem kapitel 2. Kapitlet vil herudover indeholde en analyse, af hvilke faktorer der har påvirket udsvingningerne i de globale fragtrater, for tørlastdivisionen og tankdivisionen. Endeligt vil jeg ligeledes gennemgå relevante omverdensfaktorer, for den valgte konkurrent.

Kapitel 3 (Regnskabsanalyse)

I kapitel 3 vil jeg udarbejde reformuleringen af de historiske regnskaber fra 2007 – 2011, med henblik på at kunne foretage en dybdegående regnskabsanalyse.

For at kunne skabe et sammenligningsgrundlag til konkurrentens regnskabssituation, vil jeg ligeledes foretage en reformulering af konkurrentens regnskaber fra 2007 - 2011.

Formålet med regnskabsanalysen er at beregne relevante nøgletal, for at illustrere udviklingen igennem analyseperioden. Jeg vil i den forbindelse udarbejde en rentabilitetsanalyse i overensstemmelse med Dupont modellen, på alle tre niveauer. Herudover vil jeg i slutningen af kapitlet beskrive de risici der eksistere for TORM A/S, på baggrund af de beregnede nøgletal.

Kapitel 4 (Værdiansættelsen)

Kapitel 4 omhandler selve værdiansættelsen af TORM A/S, hvor jeg indledningsvis vil foretage en sammenholdelse af de fundne resultater i kapitel 2 (Strategisk analyse) og kapitel 3 (Regnskabsanalyse). Budgetteringen udarbejdes i overensstemmelse med de fundne resultater og egne forudsætninger, som vil danne grundlaget for selve værdiansættelsen af TORM A/S. Værdiansættelsen vil blive udarbejdet ved hjælp af den indirekte værdiansættelsesmodel FCFF.

Til sidst i kapitlet vil jeg forsøge at komme med et bud på hvor meget en eventuel udvikling fragterne, på baggrund af en stigende salgsvækst vil påvirke den samlede værdiansættelse af TORM A/S. I forbindelse med en udvikling i fragtraterne vil der blive opsat forskellige scenarie analyser, som illustrerer påvirkningen på værdiansættelsen af TORM A/S, ved fragtraternes udsvingninger.

1.7 Teorivalg

Materialet der anvendes i denne afhandling, vil primært bestå af primære og sekundære data, da afhandlingens målgruppe er den enkelte investor og vejleder samt censor, hvorfor materialet der anvendes igennem afhandlingen skal være tilgængeligt for offentligheden. Litteraturen der er anvendt, er først og fremmest bøger, forskellige artikler der er fremskaffet via internettet, TORM A/S' egen hjemmeside, de historiske årsregnskaber samt diverse tidsskrifter og anden litteratur.



1.8 Empirivalg

Det primære datagrundlag i afhandlingen, er de historiske fem årsregnskaber fra perioden 2007 – 2011, da der er tale om en værdiansættelsesopgave. Årsregnskaberne er gennemgået for revisors påtegning, og det kan oplyses at alle årsrapporter er forsynet med en blank revisionspåtegning.

I 2011 afgav revisor dog flere supplerende oplysninger, hvor man blandt andet nævnte problemstillingen vedrørende Going Concern⁹. Årsregnskaberne i perioden 2007 – 2011 er afgivet med en blank revisor påtegning, hvilket medfører, at de finansielle data der anvendes igennem afhandling er hæftet med en høj grad af fortrolighed.

1.9 Præsentation af TORM A/S¹⁰

Torm A/S, er et af de mest anerkendte rederier i Skandinavien, og et af de ældste shippingfirmaer i Danmark. Rederiets hovedsæde ligger i Hellerup, hvor de beskæftiger ca. 172 medarbejder, og mere end 3.000 medarbejdere på verdensplan. TORM A/S har kontorer i flere vigtige strategiske lande herunder blandt andet Indien, Brasilien, USA og Singapore.

Flåden i TORM A/S er fordelt i to forretningssegmenter, tørlastdivisionen og produkttankdivisionen, de to divisioner vil blive gennemgået dybere i forbindelse med PEST analysen under afsnit 2.3.1 og 2.3.2.

TORM A/S, som vi kender det i dag blev grundlagt den 14. januar 1889 af kaptajn Ditlev E. Torm og Christian Schmiegelow, firmaet voksede de følgende ti år med en samlet flåde på fire skibe. I 1905 børsnoteres TORM A/S i København, og allerede to år senere i 1907 dør stifteren kaptajn Ditlev E. Torm, dette medførte en større udskiftning i den daværende ledelse.

TORM A/S vokser frem til år 1920, og de udvider deres shipping tilstedeværelse, til internationale markeder. Op igennem 1920'erne, begynder rederiet, at sejle frugt fra Mellemøsten til England, dette er medvirkende til at efterspørgslen stiger på disse frugter, og rederiet anskaffer sig deres første køle skib. Det efterfølgende årti i 1930'erne er de motordrevne skibes tidsalder slået igennem, og TORM A/S anskaffer sig deres første motordrevne fartøj. I 1939 kan rederiet fejre deres 50 års jubilæum.

⁹ TORM årsregnskab 2011, side 87

¹⁰ <http://www.torm.com/about/history>



Den 1. september 1939 starter 2. verdenskrig ved Tysklands invadering af Polen, som øjeblikkeligt medfører en negativ indvirkning på de internationale firmaer og markeder. TORM A/S mister 14 skibe, og 41 medarbejdere i løbet krigen.

Med Tysklands betingelsesløse overgivelse den 8. Maj 1945 slutter 2. verdenskrig, og virksomheden vender hurtigt tilbage til deres gamle markeder, og får flere nye sejlruiter.

TORM A/S vokser stødt de næste årtier, og oplever stigende markedsandele.

I 1970 gennemgår firmaet en strømlignings proces, hvor man frasælger de gamle skibe, og opsiger 25 % af de søfarne medarbejder. Frem til TORM A/S' 100 års jubilæum i året 1989, gennemgår rederiet flere ændringer, herunder miljøvenlig indgriben i deres flåde, hvor skibene gennemgår en optimering i forbindelse med motordrift og sejlads rækkevidde. I starten af 1990'erne skriver TORM A/S shipping historie, da de grundlægger Torm Burwain Tankers og indgår i et samarbejde med Pacific Carriers og Primorsk, senere kaldet LR1 samarbejdet. I slutningen af 90'erne medfører den finansielle krise i asien at TORM A/S' flåde falder med i alt 17 %.

I starten af det nye årtusind, oplever TORM A/S en stigende omsætning, på baggrund af den positive udvikling på de finansielle markeder, og indgår et nyt samarbejde i 2001 med AP Møller, hvor man grundlægger APM/TORM, senere kaldet LR2 samarbejdet. I 2004 er den samlede egenkapital på 3,374 milliard DKK, og virksomhedens flåde har en samlet værdi på 1,811 milliard DKK.

Den globale finanskrisen starter i 2007 og rammer de internationale markeder meget hårdt. Efterspørgslen på shipping af varer falder, og virksomheden oplever et faldende resultat over de følgende 5 år.

Den 2. oktober 2012, underskriver TORM A/S en rekonstruktions aftale med dets banker, og udmelder den 5. november 2012 at de tekniske aftaler vedrørende rekonstruktionen er færdiggjort.

1.9.1 Organisation og ledelse

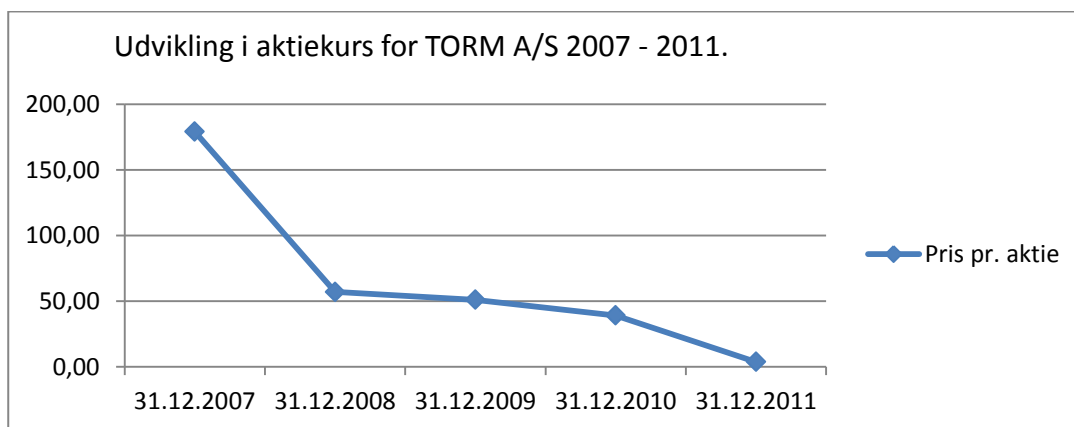
Den daglige ledelse i TORM A/S varetages af, Jacob Meldgaard (CEO) og Roland M. Andersen (CFO)¹¹, som udgør direktionen i virksomheden

Jacob Meldgaard overtog stillingen som (CEO) den 1. april 2010, og har et dybt kendskab til shipping branchen, da han igennem hele sin karriere har arbejdet indenfor branchen.

Jacob Meldgaard kom fra en stilling som Senior Vice President i Dampskibsselskabet Norden A/S, og har tidligere blandt andet arbejdet for A.P. Møller i fem år hvor han modtog sin shipping uddannelse¹². Roland M. Andersen fungerer som (CFO), og har tidligere været ansat i forskellige store danske virksomheder som Sonofon, og har ligesom Jacob Meldgaard en fortid hos A.P. Møller som (CFO) i A.P. Møller Singapore¹³.

1.9.2 Aktiekursens udvikling de seneste 5 år

Aktiekursen har igennem de seneste fem år, været i massiv modvind. Aktiekursen er faldet fra en pris pr. aktie den 31-12-2007 på 179,00 DKK., til en pris pr. aktie den 31.12.2011 på i alt 3,74 DKK. pr. aktie¹⁴. Faldet igennem de seneste 5 år kan illustreres ved hjælp af nedenstående figur.



Figur 2.0.2 a (Udviklingen i aktiekurs de seneste 5 år).

Den grafiske fremstilling, viser det drastiske fald TORM A/S, har oplevet igennem analyseperioden fra 2007 – 2011, og figuren illustrere ligeledes det absolutte lavpunkt pr. 31.12.2011, hvor aktien ramte en pris pr. aktie 3,74 DKK.

¹¹ TORM årsregnskab 2011 side 28.

¹² <http://investing.businessweek.com>

¹³ <http://www.forbes.com/profile/roland-andersen/>

¹⁴ <http://www.euroinvestor.dk/boeser/nasdaq-omx-copenhagen/torm/206623>



1.9.3 Aktionærforhold

Aktiekapitalen i TORM A/S består af i alt 72,8 mio. aktier af en værdi på 5 DKK pr. aktie svarende til en samlet aktiekapital på i alt 364 mio. DKK. Aktierne er noteret på NASDAQ OMX og NASDAQ New York, til hver aktie følger en stemme. Følgende aktionærer er oplyst i årsregnskabet da de ejer mere end 5 procent af den samlede aktiekapital.

Beltest Shipping Company Ltd. (Cypern) ejer 32,2 procent, Menfield Navigation Company Limited (Cypern) ejer 20,0 procent og A/S Dampskibsselskabet TORM understøttelsesfond 6,3 procent¹⁵.

1.9.4 Torm A/S vision, mission og værdier¹⁶

Nedenstående er beskrevet hvordan TORM A/S opfatter sig selv, og hvordan virksomheden ønsker sig selv opfattet af deres interessenter. Endvidere beskrives den fremtidige positionering som virksomheden arbejder henimod, og hvilke kerneværdier der eksisterer i virksomheden, som er med til at sætte dagsordenen for egne og eksterne forventninger.

- Mission: *To connect the world through safe, responsible and efficient sea transport.*
- Vision: *To be the leading, most profitable player in our core businesses through the quality of our people, ships and practices.*
- Values: *TORM Leadership philosophy guides us in the way we do business. The three overall dimensions are Performance, Relations and Personal Leadership.*

TORM A/S, har videreudviklet deres strategi som omhandler 4 strategiske punkter, der skal være med til forbedrer deres rentabilitet.

- Kunder: *Sætte kunderne og deres behov i fokus.*
- Modstandskraft: *Føre TORM igennem udfordrende tider.*
- Bevægelse: *Bevæge sig mod et mere sofistikeret niveau, af levering, struktur og processer.*
- Lederskab: *Udnytte ambitioner gennem ambitiøst lederskab.*

¹⁵ TORM årsregnskab 2011 side 34.

¹⁶ <http://www.torm.com/about>

1.10 Identifikation af konkurrenten der ønskes sammenlignet med Torm A/S

Shipping branchen, er præget af mange globale aktører, og konkurrencen er verdensomspændende. Flere aktører indtræder i samarbejde, på tværs af landegrænser, og er i dag sammensat af flere store virksomheder, og mindre virksomheder, dette kan blandt andet ses ved oprettelse af "pool samarbejde"¹⁷. I dette afsnit, vil jeg lave min konkurrent analyse, på et andet stort dansk shippingselskab, som opererer indenfor samme forretningsområder som TORM A/S, nemlig tørlastdivisionen og produkttankdivisionen. Virksomheden der er valgt som primære konkurrent, er udvalgt på baggrund af gennemgang af historiske årsregnskaber og forretningsområder. Den valgte konkurrent er endvidere blevet bekræftet af en intern kilde i TORM A/S, som ønsker at være anonym. Dampskibsselskabet Norden (fremadrettet Norden), er en dansk shippingvirksomhed, og bekræfter den store andel af shipping markedet som danske shippingvirksomheder besidder. Efter korrespondance med en anonym kilde i TORM A/S, er det blevet bekræftet at dette danske selskab, sammen med flere internationale virksomheder anvendes i TORM A/S, til at foretage benchmark analyser, hvilket vil sige at TORM A/S sammenligner egen performance, hvilket ligeledes kaldes for tværsnitsanalyser¹⁸. I nedenstående afsnit vil jeg derfor kort introducere den valgte konkurrent, og vise en sammenholdelse af omsætningen og EBIT, imod TORM A/S. Under den strategiske analyse og regnskabsanalysen, vil jeg analysere Norden dybere, med henblik på at kunne fremvise en større nøjagtighed af situationen på shippingmarkedet.

1.10.1 Dampskibsselskabet Norden¹⁹

Norden betegnes som et af verdens ældste shipping virksomheder, og blev grundlagt i året 1871 af Mads Christian Holm, der fungerede som direktør i selskabet frem til sin død i 1892. Norden har i dag 283 medarbejdere fordelt på kontorer i seks lande, herudover har de 880 medarbejdere fordelt på i alt 215 skibe.

Norden har hovedsæde i Bryghuset i Hellerup. Ligesom TORM A/S, er Nordens kontorer placeret i vigtige geografiske lokationer, som Indien, Kina, Singapore, USA og Brasilien.

¹⁷ Artikel (A.P. Møller og TORM bag pool samarbejde)

¹⁸ Litteratur C, side 207

¹⁹ <http://www.ds-norden.com/profile/whoarewe/history/>

I modsætning til TORM A/S, er Nordens primære forretningsgren tørlastdivisionen, som realiserede en nettoomsætning på i alt 1.936 mio. USD i 2011²⁰, og tankdivisionen realiserede en nettoomsætning på i alt 336 mio. USD. i 2011²¹. Det samlede resultat for Norden i 2011, udgjorde en samlet omsætning på i alt 2.273 mio. USD, og realiserede en EBIT på i alt 105 mio. USD²². I samme periode realiserede TORM A/S en samlet omsætning på i alt 1.305 mio. USD og en EBIT på i alt -389 mio. USD²³.

Nedenstående to figurer viser, realiserede resultatet for Norden og TORM A/S.

Mio. USD. Norden					
Regnskabsår	2011	2010	2009	2008	2007
Total Nettoomsætning	2.273	2.190	1.756	4.364	2.986
- Heraf tørlast	1.936	1.946	1.515	4.002	2.743
- Heraf produkttank	336	243	240	362	243
EBIT	105	223	157	773	683

Figur 2.1.1 a (egen tilvirkning)

Mio. USD. TORM A/S					
Regnskabsår	2011	2010	2009	2008	2007
Total Nettoomsætning	1.305	856	862	1.184	774
- Heraf tørlast	346	93	117	261	135
- Heraf produkttank	959	763	745	923	639
EBIT	-389	-80	50	446	199

Figur 2.1.1 b (egen tilvirkning)

Norden, har på baggrund af ovenstående figurer en større markedsandel igennem analyseperioden fra 2007 - 2011 målt på samlet omsætning, og ligger markant højere på deres realiserede EBIT end TORM A/S. Herudover tegner der sig et billede af at Norden er en stærk konkurrent og har ligeledes oplevet et kraftigt fald i omsætningen fra 2008 til 2009.

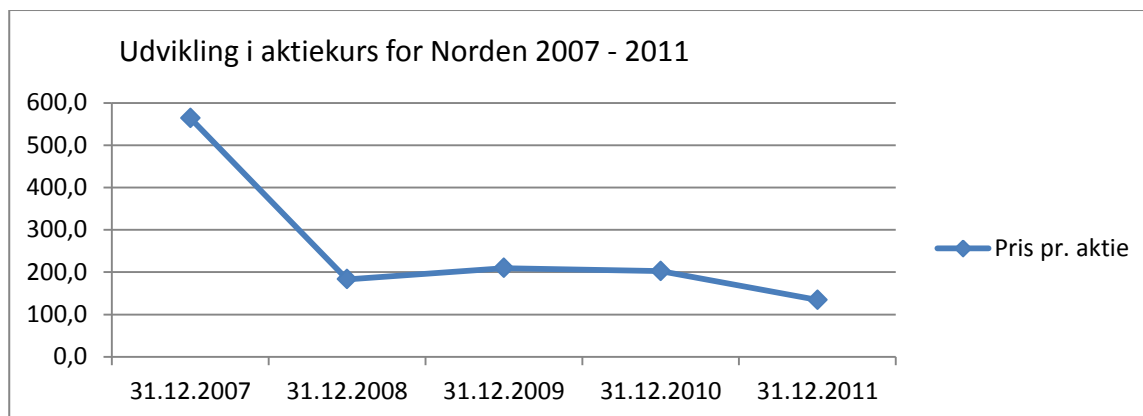
²⁰ D/S Norden årsregnskab 2011, side 19

²¹ D/S Norden årsregnskab 2011, side 25

²² D/S Norden årsregnskab 2011, side 4.

²³ TORM årsregnskab 2011, side 6.

Nordens aktiekurs har igennem de seneste fem år, udviklet sig på samme måde som for TORM A/S. Aktiekursen er faldet fra en pris pr. aktie den 31-12-2007 på 564,00 DKK., til en pris pr. aktie den 31.12.2011 på i alt 134,50 DKK. pr. aktie²⁴. Faldet igennem de seneste 5 år kan illustreres ved hjælp af nedenstående figur.



Figur 2.1.1 c (Udvikling i aktiekurs de seneste 5 år)

Den grafiske fremstilling, viser Nordens store fald fra 2007 til 2008, hvilket ligeledes var situatiuonen for TORM A/S. Det der adskiller sig fra de to virksomheder, er at Norden var i stand til at opbremse faldet i aktiekursen fra 2008 – 2009. Fra 2009 – 2011, ses den samme negative udvikling i aktiekursen for Norden, og aktien ramte en pris pr. aktie på 134,50 DKK i 2011.

2.0 Kapitel 2, Strategisk analyse

I dette kapitel, vil jeg analysere de ikke finansielle værdidrivere, der eksistere i TORM A/S, og identificere de primære omverdens faktorer som vurderes til at have den største påvirkning på virksomheden og på shippingbranchen generelt. Endvidere vil jeg analysere de faktorer der påvirker udsvingene i fragtraterne, og beskrive disse for begge forretningsområder umiddelbart efter PEST analysen.

²⁴ <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/d-s-norden/200808>



2.1 Intern analyse

2.1.1 Materielle ressourcer

I forbindelse med gennemgangen af TORM A/S', materielle ressourcer, er det yderst relevant, at vurdere om virksomheden er i stand til at placere sine materielle ressourcer hvor mulighederne for det bedste vækstmarked ligger, og hvor den primære kundesammensætning befinder sig.

TORM A/S kontrollerede i 2011 en samlet flåde på i alt 118 skibe i produkttankdivisionen hvor de 66 af skibene ejes af virksomheden selv²⁵. I tørlastdivisionen kontrollerede TORM A/S en samlet flåde på i alt 16 skibe, hvor de 2 af skibene ejes af TORM A/S²⁶. TORM A/S kontrollerede derfor en samlet flåde på i alt 134 skibe, hvor størstedelen af flåden var placeret i produkttankdivisionen. Ud af den samlede flåde ejer virksomheden selv de 68 af skibene, som fremgår af bilag 2.3.2. og de resterende 68 skibe af flåden er chartered, hvilket vil sige at det er skibe man har lejet for en længere periode typisk i 3 år²⁷. I 2011 havde TORM A/S materielle anlægsaktiver på i alt 2.800 mio. USD., heraf tegner Skibe og dokingaktiver sig for i alt 2.560,1 mio. USD²⁸.

Virksomhedens kontorer er placeret i flere forskellige regioner rundt om i verden, herunder Indien, Singapore, Brasilien, USA og Phillipinerne.

For produkttankdivisionen, er de markeder man forventer mest af placeret i Asien, herunder Indien og Mellemøsten, da det vil være i disse regioner af verden hvor størstedelen af de nye olie raffinaderier vil opstå. Produktionen fra raffinaderierne vil blive transporteret via søvejen til de lande der efterspørger olien, blandt andet USA, Europa og Sydamerika vurderes til at aftage en stor del af produktionen fra de nye raffinaderier, da landenes egen produktion ikke er stor nok til at dække efterspørgselen²⁹. TORM A/S har igennem en længere årrække været tilstede i disse lande med underafdelinger og kontorer, for at sikre en større andel af transporten, og dermed forøge omsætningen³⁰.

²⁵ TORM årsregnskab 2011, side 13

²⁶ TORM årsregnskab 2011 side 17

²⁷ TORM årsregnskab 2011, side 17

²⁸ TORM årsregnskab 2011 side 65

²⁹ TORM årsregnskab 2011, side 13

³⁰ <http://www.torm.com/about/worldwide-offices>



Det er vigtigt for TORM A/S at være repræsenteret i disse regioner, med henblik på at vinde nye markedsandele og være mere synlige i vækstpotentielle områder. Hvorfor de materielle ressourcer må menes at være placeret på en fornuftig måde, tæt på de markeder hvor den fremtidige vækst forventes at være indenfor produkttankdivisionen.

For tørlastdivisionen, forventer man en stigning på 9 % i 2012, i forhold til 2011. Herunder er de væsentligste materialer der transporteres fortsat kul og jernmalm, som tilsammen udgør 62 % af den samlede transport med tørlastskibe. Udviklingen er dog fortsat afhængig af Kina, som er den største importør af tørlastprodukter, og samtidig den største stålproducent i verden. Kinas produktion af stål har dog efterhånden nået den maksimale kapacitetsgrænse, hvorfor man forventer at de internationale leverancer af stål vil vokse på kort og mellemlang sigt. I Asien forventes efterspørgslen af skibstransporteret kul, at stige med 12 % i 2012, og regionen er ligeledes den største aftager af kul, da Asien forbruger ca. 65 % af den samlede produktion af kul i verden³¹.

TORM A/S, er allerede på nuværende tidspunkt repræsenteret i Asien, med underkontorer, der skal være med til at optimere forretningen på det asiatiske marked, for tørlastdivisionen og produkttankdivisionen. TORM A/S, har dog ikke nogle materielle ressourcer placeret i Kina, som er verdens største aftager af den samlede transport af varer transporteret via Tørlastskibe. TORM A/S, bør overveje et underkontor i regionen, for at kunne konkurrere om de nye markedsandele, der kommer på den korte og den mellemlange sigt, indenfor tørlastdivisionen.

2.1.1.1 Flåden

Den samlede flådeoversigt fremgår af bilag 2.3.2. hvor det kan aflæses hvor meget de enkelte skibstyper kan fragte i tdw. tons dødvægt, som er et skibs måleenhed ved mængde last. I henhold til flådeoversigten fremgår det at man operer med flere forskellige typer af skibe herunder LR1; som betegnes ved long range produktanskibe, med en samlet lastekapacitet på mellem 60.000 – 80.000 tdw. LR2; betegnes ligeledes som long range produktanskibe, dog med en større lastekapacitet på mellem 80.000 – 110.000 tdw. Handysize; er også produkttankskibe, men med den mindste lastekapacitet på mellem 20.000 – 40.000 tdw.

³¹ TORM årsregnskab 2011, side 18



MR; betegnes som medium range produkttankskibe, med en samlet lastekapacitet på mellem 40.000 – 60.000 tdw. Panamax; er tørlastskibe, med en samlet lastekapacitet på mellem 60.000 - 80.000 tdw. LR1 LR2 Handysize og MR typerne er alle produkttankskibe, som er skibe der sejler med raffinerede olieprodukter som benzin flybrændstof eller nafta, TORM A/S ejer 66 skibe indenfor produkttankdivisionen.

Panamax typen er tørlastskibe, hvor lasten består af ikke flydende elementer, som f.eks. kul, korn jernmalm eller lignende, og er den største skibstype der kan passere Panamakanalen. TORM A/S ejer 2 skibe indenfor tørlastdivisionen³².

Ud fra bilag 2.3.2 fremgår det at store dele af flåden som TORM A/S selv ejer, står med en højere bogføringsværdi end den reelle markedsværdi. Betydningen af denne forskel, kan aflæses i årsregnskabet for 2011, hvor virksomheden ekstraordinært nedskrev flåden med i alt 187 mio. USD³³. Revisor påpeger jf. afsnit 3.1 i revisionspåtegningen for 2011, at markedsværdien for virksomhedens flåde samlet set er 608 mio. USD., lavere end den regnskabsmæssige værdi pr. 31.12.2011. Ligeledes kan det ses at TORM A/S' charteromkostninger af skibe har været stigende igennem analyseperioden, hvilket kan indikere, at man fremover vil satse på gode charteraftaler. TORM A/S kan være nødsaget til at foretage yderligere nedskrivninger i flåden, de løbende år, da prisudviklingen på ældre skibe har været faldne³⁴, og for at sikre et retvisende billede af flådens værdi og herigennem TORM A/S' netto driftsaktiver (NDA). Flådens udvikling, har derfor en negativ effekt på anlægskapitalen, og det er svært at se hvilke tiltag, TORM A/S kan gøre for at forbedre anlægskapitalen, på baggrund af deres nuværende finansielle situation, med en kortfristet gæld på 1.794.644 mio. USD. jf. bilag 3.6.

2.1.2 Immaterielle ressourcer

Efter gennemgang af årsregnskabet for 2011, er der ikke identificeret væsentlige immaterielle ressourcer³⁵. TORM A/S' immaterielle ressourcer må derfor indeholde deres navn, brand og omdømme. Nedenstående er oplistet de primære tiltag man har foretaget internt virksomheden, som er med til at styrke TORM A/S i deres omverden.

³² TORM årsregnskab 2011, side 104

³³ TORM årsregnskab 2011, side 13

³⁴ TORM årsregnskab 2011, side 12 og 16

³⁵ TORM årsregnskab 2011, side 65



TORM A/S, forsøger igennem deres brand, at promovere sig som en moderne shippingvirksomhed der tager et aktivt ansvar for virksomhedens omverden, og i den verden deres flåde operer i, herunder klima og miljø. Herudover ønsker TORM A/S at fremstå som en attraktiv arbejdsplads der videreuddanner sine medarbejdere, for at sikre at virksomheden er i stand til at levere den bedste service til kunderne.

Dette kan blandt andet ses i virksomhedens Corporate Social Responsibility politik (fremadrettet CSR), hvor man blandt andet ønsker at nedbringe udledningen af de farlige Co2 stoffer, for at sikre det fremtidige klima, og mindske bidraget til den globale opvarmning. I 2011 lykkedes det således TORM A/S, at reducere Co2 udledningen med i alt 4 %, fra deres flådeaktiviteter i forhold 2010. Dette kunne blandt andet opnås ved yderligere investeringer i flåden, samt bedre udnyttelse af skibenes lastrum og en lavere fart på sejladsene. TORM A/S formåede ligeledes at nedbringe Co2 udledningen med i alt 10 % i 2011 i forhold til 2008, på deres landbaserede kontorer³⁶.

TORM A/S ønsker at man tager ansvar for havmiljøet og dyrelivet, hvilket ses ved at virksomheden, udelukkende anvender dobbeltskrogede skibe og moderne motorer, som formindsker risikoen for olieudledninger i havet³⁷.

2.1.3 Menneskelige ressourcer

Ultimo 2011 udgjorde det totale antal af medarbejdere i TORM A/S 3.186 personer, hvoraf de 2.861 medarbejdere var placeret på havet, og de 325 medarbejdere arbejder på de forskellige landbaserede kontorer³⁸.

TORM A/S har igennem de senere år opbygget en performance kultur i organisationen, hvor medarbejdernes fokus ligger på de strategiske udfordringer og muligheder virksomheden står overfor. Ved hjælp implementeringen af en ny virksomhedskultur, ønsker man at optimere leveringen af services til alle kunder på en mere omkostningseffektiv måde. Medarbejderne igennem hele organisationen modtager i den forbindelse deres personlige målsætninger, og TORM A/S belønner de medarbejdere der kan opfylde de fremstillede mål.

³⁶ TORM årsregnskab 2011, side 18

³⁷ TORM årsregnskab 2011, side 23

³⁸ TORM årsregnskab 2011, side 20



TORM A/S har endvidere deres egen leder uddannelse, hvor de medarbejdere der har potentialet til at lede, kan blive sendt på virksomhedens interne lederkursus under navnet Leadership Philosophy³⁹. På denne måde sikrer man at ledende medarbejdere opnår den ønskede adfærd indenfor performance, relationer og personlig ledelse.

Grundet den finansielle situation i TORM A/S, har man i løbet af 2011, valgt at afskedige i alt 70 danske officerer, for at fastholde et meget stramt fokus på at mindske virksomhedens omkostninger og herigennem forbedre lønsomheden, dette har resulteret i en årlig besparelse på i alt 5 mio. USD. Herudover blev der nedlagt i alt 48 stillinger over hele verden, som resulterede i en afskedigelse af 26 medarbejdere⁴⁰.

TORM A/S prioriterer medarbejdernes sikkerhed meget højt igennem hele organisationen. Efter flere episoder med forsøg på kapring af TORM A/S' skibe, i det Indiske Ocean, valgte man at indsætte vagter på skibene for at fastholde det høje sikkerhedsniveau, og samtidig skabe tryghed hos de besætningsmedlemmer der var ombord på de skibe der befandt sig i det risikofyldte farvand⁴¹. Det blev senere vist at initiativet om indsættelse af vagter var et godt tiltag, da det lykkedes bevæbnede vagter ombord på TORM Republican, at afværge piraternes forsøg på kapring af skibet den 29. december 2011⁴².

2.1.4 Virksomhedens interne kompetencer

2.1.4.1 Changing Trim⁴³

I 2010 gennemgik TORM A/S sin forretningsmodel med henblik på at skabe en optimal balance mellem TORM A/S' aktiviteter og sikre at virksomheden til enhver tid kan klare sæsonudsvingene i markedet. Dette resulterede i en ny strategisk platform ved navnet Changing Trim, som skal vise den fremtidige kurs mod en stærkere modstandsdygtighed og en mere effektiv lønsomhed igennem organisationen, og skal samtidig være med til at skabe en større værdi for kunderne.

³⁹ TORM årsregnskab 2011, side 20

⁴⁰ TORM årsregnskab 2011 side 20

⁴¹ TORM årsregnskab 2011 side 21

⁴² Artikel (Vagter skød dansk skib fri af piratangreb)

⁴³ TORM årsregnskab 2011 side 11

I produkttankdivisionen, ønsker man blandt andet fortsat at forbedre den eksisterende service overfor kunderne, med hensyn til kvalitet, fleksibilitet og nærhed.

På baggrund af dette ønsker TORM A/S altid at være sikkerhedsgodkendt af alle større olieselskaber som en kvalitetsoperatør, for derigennem at oparbejde en større fleksibilitet i sine aktiviteter og dermed øge lønsomheden. I tørlastdivisionen vil man fortsætte sin allerede eksisterende strategi, om at blive en integreret udbyder af fragtserviceydelser, og igennem en fleksibel organisation kan man tilbyde nye og bedre serviceydelser, hvilket allerede har resulteret i nye kunderelationer.

2.2 Omverdens analyse (PEST)

Formålet med PEST analysen, er at identificere de ikke finansielle værdi drivere som har en væsentlig betydning for virksomheden. Igennem PEST analysen, vil jeg fokusere på de faktorer, jeg finder mest relevante, og som vurderes til at have den største indflydelse på TORM A/S.

Umiddelbart efter den udarbejdede PEST analyse, vil jeg analysere de omverdens faktorer der har haft den største påvirkning på fragtraterne for henholdsvis tørlastdivisionen og produkttankdivisionen i løbet af 2011.

2.2.1 Politiske forhold

2.2.1.1 Høje oliepriser og effekten af det arabiske forår

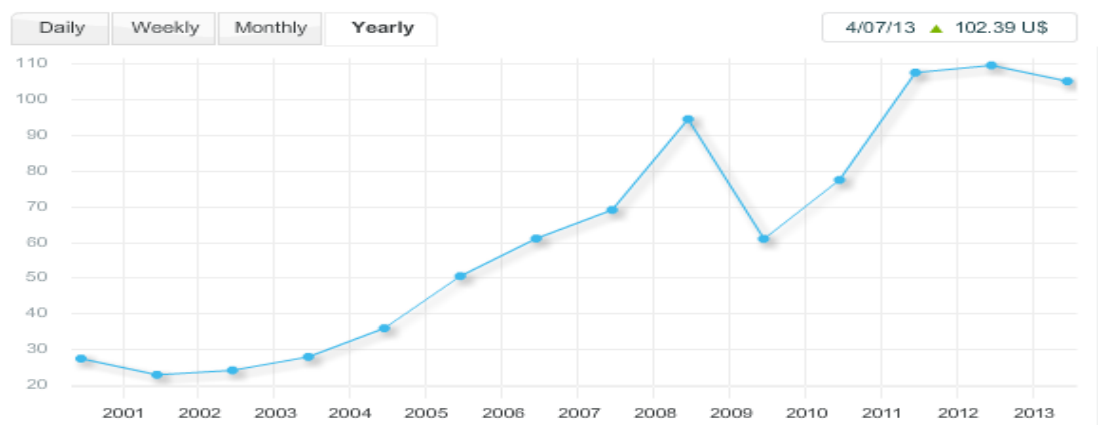
Den 18. december 2010, satte en arbejdsløs akademiker ild til sig selv, da politiet beslaglagde hans grøntsags vogn på det lokale marked i Tunesien. Denne handling afledte en masse demonstrationer i landet, og kulminerede da den tunesiske præsident Zayn al-Abidi Ben-Ali den 14. januar 2011 måtte træde tilbage fra præsidentembedet. Grundlaget for at indføre demokrati og frihed var blevet lagt i Tunesien. Denne ide om en ny stat, spredte sig i Mellemøsten og til flere olieproducerende lande. I Egypten var der gentagne demonstrationer, og præsident Hosni Mubarak blev tvunget til at træde tilbage. I Libyen blev Muammar Gaddafi's styre væltet og flere medlemmer af Gaddafi familien, døde i en blodig borgerkrig⁴⁴. De olieeksporterende lande i Golfens Samarbejdsråd, herunder Saudi-Arabien, De Forenede Arabiske Emirater, Kuwait, Qatar, Oman og Bahrain.

⁴⁴ [http://detarabiskeforar.wikia.com/wiki/Det_arabske_for%C3%A5r_\(generelt\)](http://detarabiskeforar.wikia.com/wiki/Det_arabske_for%C3%A5r_(generelt))

Regionerne har i forbindelse med det arabiske forår tjent mange penge, på eksporten af olie, at de har været i stand til at undertrykke bevægelsen om større frihed til befolkningen og ligestilling⁴⁵.

Det arabiske forår havde derfor en negativ indvirkning på det globale oliemarked, hvor priserne på olie steg i takt med at konflikten udviklede sig, til andre olieproducerende lande. Stigningen i oliepriserne har betydet større bunkeromkostninger til TORM A/S, da deres skibe anvender olien, i forbindelse med deres sejlads. I 2011 var prisen på en tønde olie således 107,46 USD og i starten af 2012 var prisen 109,45 USD⁴⁶ en stigning på næsten 2 USD. pr. tønde fra 2011 til 2012. Hvilket ligeledes kan illustreres ved nedenstående figur, som viser udviklingen i prisen på 1 tønde olie, fra 2001 – 2012.

OPEC Basket Price



Figur 2.2.1.1 (udvikling i oliepriser)⁴⁷

I TORM A/S, er den primære forretning produkttankdivisionen, denne del af rederiet fragter mange forskellige råmaterialer, herunder olie. Stigningen i oliepriserne, og de politiske uroligheder, medførte at de ustabile regioner ikke udvandt samme mængder af olie som tidligere. De olieproducerende landes ustabilitet, medfører til at innovationen, indenfor andre energikilder som solenergi, havenergi med mere forøges, som på længere sigt kan være en trussel for TORM A/S, da behovet for olie, kan falde i takt med en bedre udnyttelse af blandt andet solenergi. Forventningerne til den fremtidige eftersørgsel af olie, er dog positivt.

⁴⁵ Artikel (Vesten forsømmer Det Arabiske Forår)

⁴⁶ http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/40.htm

⁴⁷ http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/40.htm

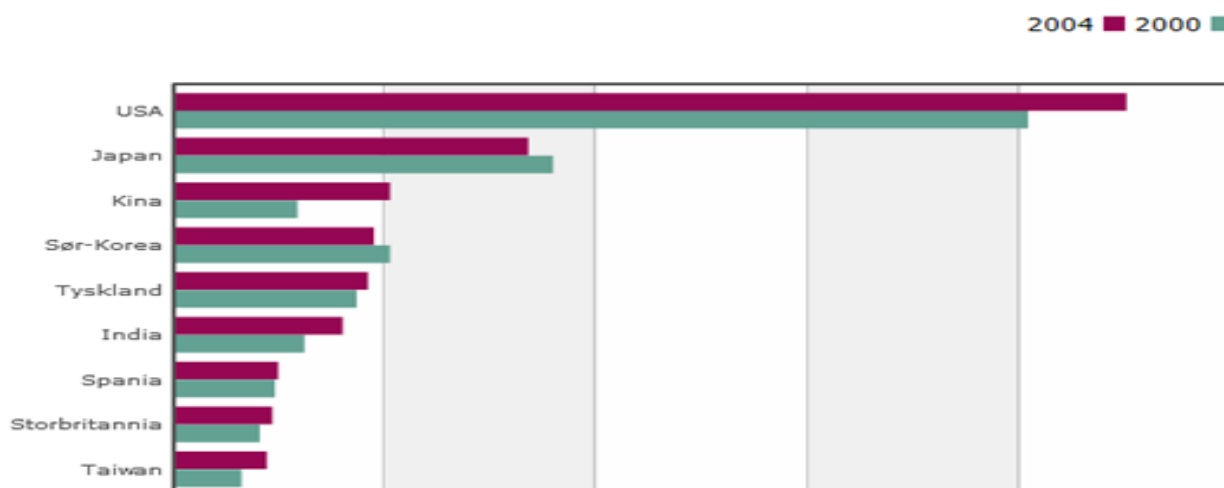
I 2012 forventes efterspørgslen på olie, at stige med 1 %, eller 0,9 mio. tønder om dagen, svarende til 89,9 mio. tønder pr. dag i 2012. Fra 2012 – 2015, forventes olieefterspørgslen at stige med 1, 6 % yderligere pr. år. Kina Mellemøsten og Brasillien er samtidig de lande der vil stå for den primære efterspørgsel på olie. Herudover forventer man at verdens samlede raffinaderikapacitet vil stige med 5,5 mio. tønder pr. dag indtil 2015⁴⁸.

2.2.2 Økonomiske forhold

I forbindelse med gennemgangen af de økonomiske omverdensfaktorer, er det valgt at fokusere på den globale finanskrisens efterdønninger, udviklingen i verdensøkonomien og udviklingen i den rentebærende gæld for TORM A/S. Disse faktorer er valgt, da de vurderes til at have den største påvirkning på virksomheden. TORM A/S er afhængig af landenes likviditet, herunder udviklingen i BNP, og udviklingen i renten på den rentebærende gæld.

2.2.2.1 Finanskrisen, og de økonomiske konjunkturer

TORM A/S opererer indenfor en branche som kan karakteriseres som værende yderst konjunkturfølsom. Når der fragtes gods rundt omkring i verden er det på baggrund af de finansielle ressourcer i omverdenen, og den globale efterspørgsel. I starten af det nye årtusind, oplevede man en stigning i den globale økonomi, og en stigning i efterspørgslen på gods og råmaterialer, herunder en stigende efterspørgsel på råolie. Figur 2.2.2.1 a, illustrerer udviklingen i importen af råolie, fra år 2000 til 2004.



Figur 2.2.2.1 a (Udvikling i import af råolie)⁴⁹

⁴⁸ TORM årsregnskab, side 14

⁴⁹ <http://www.globalis.dk/Statistik/Raaolje-import>

Denne stigning hang sammen med at de globale finansmarkeder var i fremgang, og flere lande importerede store mængder af råolie til anvendelse i industrien. Shippingvirksomhederne fokuserede på at opjustere flåden for at imødekomme den forventede fremgang i efterspørgslen af transport. Den samlede flådeoversigt for Torm A/S, viser at rederiets operative skibe er bygget imellem 1997 til 2011. Udvidelsen af flåden fra år 2000 til 2005, viser at der skete en tilgang perioden på i alt 41 nye skibe, ud af en samlet flåde på i alt 68 skibe⁵⁰.

I 2006 sprang den amerikanske boligboble, som medførte et kraftigt fald i værdien af værdipapirer, som var bundet til den amerikanske prisfastsættelse af ejendom, dette havde en negativ effekt på de finansielle aktører verden over. Den finansielle krise blev udløst i 2008 på baggrund af vurderings og likviditetsproblemer i det amerikanske banksystem⁵¹.

Effekten af den finansielle krise oplevede shippingbranchen med det samme, da den internationale handel ligeledes faldt, og påvirkede efterspørgslen på transport negativt. Udviklingen kan aflæses i figur 2.1.1 b, som viser udviklingen i omsætningen for TORM A/S, og illustrerer det kraftigt fald fra 2008 -2009.

I starten af 00'erne opjusterede virksomheden sin flåde, da økonomien var i fremgang. I 2008 opstår den globale finanskrisen, og medfører en faldende efterspørgsel på råmaterialer og gods.

Opjusteringerne der blev foretaget i flåden, for at modsvarer den stigende efterspørgsel, er nu ikke længere nødvendige i det nuværende marked. På baggrund af denne udvikling oplevede shippingbranchen, en stigning i antal havne dage, som betyder at skibene ligger stille. Fragtraterne styres af det globale finansielle marked, og ubalancen mellem udbud og efterspørgsel⁵².

2.2.2.2 Udviklingen i BNP

Udviklingen i BNP, er essentiel når man skal vurdere den fremtidige værditilførsel for en virksomhed som TORM A/S. Virksomheden genererer deres omsætning på baggrund af efterspørgsel, og væksten i de forskellige landes BNP er derfor en vigtig omverdensfaktor i TORM A/S.

⁵⁰ Torm årsregnskab side 101

⁵¹ http://da.wikipedia.org/wiki/Finanskrisen_2007-2010

⁵² Artikel (Svingende fragtrater vil præge 2013)

Tidligere blev det konkluderet under afsnit 2.1.1, at virksomheden forventer en stigende efterspørgsel, og et stigende marked, i Asien og Indien. Ligeledes forventer man jf. afsnit 2.2.1.1 en stigende efterspørgsel på olie, og en stigende udvinding af råmateriale. TORM A/S' forventninger til den stigende aktivitet vil derfor blive holdt op imod væksten i verdensøkonomien, for at vurdere virksomhedens eventuelle gevinst, såfremt likviditeten er stigende.

Nedenstående figur viser væksten i verdensøkonomien.

Vækst i verdensøkonomien

Realvækst i BNP

	BNP- vægt 2010	Eksport- vægt 2010	2011	2012	2013
USA	23,1	6,5	1,7	1,9	2,8
Japan	8,7	2,0	-0,5	2,2	1,4
Storbritannien	3,6	7,9	1,0	1,5	2,1
Euro-zonen	19,3	38,1	1,6	0,6	1,5
- Tyskland	5,2	16,8	2,9	1,0	1,7
Sverige	0,7	13,5	4,5	1,5	2,2
Asien (ekskl. Japan)	17,5	6,7	7,4	7,1	7,3
- Kina	9,3	2,5	9,1	8,5	8,4
- Indien	2,6	0,5	7,5	7,9	8,2
Syd- og Mellemamerika	7,7	1,5	4,1	3,8	4,1
- Brasilien	3,3	0,6	3,4	3,8	4,4
Østeuropa	5,8	8,4	4,3	3,1	4,2
- Rusland	2,4	1,8	4,2	4,0	4,4
- Polen	0,7	2,4	3,9	3,0	3,7
Verden, BNP-vægtet	100,0	-	3,0	3,0	3,4
Verden, eksportvægtet	-	100,0	2,9	2,0	2,6
Dansk eksport af varer og tjenester			5,6	2,4	4,5
Heraf varer			4,2	1,5	3,9

Figur 2.2.2.2 (Vækst i BNP)⁵³

På baggrund af ovenstående figur, kan det udledes at likviditeten i USA, Euro zonen og Syd- og Mellemamerika, vil opleve en stigning i BNP, som formentlig vil påvirke efterspørgslen positivt. Dette kan medføre at shippingbranchen, vil opleve en stigende omsætning, på baggrund af landenes positive økonomiske udvikling. Den demografiske stigning i flere landes middelklasser, og stigningen i verdensbefolkningen, se afsnit 2.2.3.1, må ligeledes forventes at medfører en betydelig vækst for flere shippingvirksomheder og i den forbindelse TORM A/S.

⁵³ Artikel (Nedjusteringer rammer dansk eksport hårdt), side 3.



2.2.2.3 Udviklingen i rentebærende gæld⁵⁴

Den rentebærende gæld i TORM A/S, var i 2011 på i alt 1.8 milliard. USD. en nedgang på i alt 196 mio. USD i forhold til 2010, da man i løbet af regnskabsåret 2011, gjorde nogle store afdrag på lånene, var man i stand til at mindske den rentebærende gæld, som betegnes som en væsentlig risikofaktor i selskabet. Den rentebærende gæld, er blandt andet opstået i forbindelse med investeringer i selskabets fremtidige markedsvæskt, og renterisikoen knytter sig hovedsageligt til den rentebærende prioritetsgæld og virksomhedens banklån. Alle lånene i TORM A/S, er optaget til finansiering af flåden, og alle lånene er variabelt forrentede.

Da den rentebærende gæld er med en variabel rente, medfører det en stor usikkerhed om den fremtidige renteudgift ved en eventuel rentestigning. TORM A/S, er på nuværende tidspunkt, ikke en virksomhed, der har en stærk likviditet, hvorfor en stigning i renteniveauet må forventes at være en væsentlig økonomisk risiko faktor for selskabets. TORM A/S kan ikke forvente at de ville kunne forhandle sig til en bedre rentesikkerhed, på baggrund af virksomhedens resultater.

Selskabet må allerede formodes, at betale et betydeligt risikotillæg ved at låne penge.

Usikkerheden i den fremtidige rente kan illustreres ved; såfremt renten stiger med 1 % -point i 2012, vil den samlede renteudgift således stige med i alt 5 mio. USD. En stigning på 5 mio. USD. ved en rentestigning på 1 % - point, understøtter den fremtidige risiko, da renteutviklingen sagtens kan være højere, og derfor medfører en markant større renteomkostning. Den rentebærende gæld i virksomheden, er derfor en stor risikofaktor, for den fremtidige likviditet.

2.2.3 Socio kulturelle forhold

De sociale og kulturelle aspekter indebærer livsstil & demografi, CSR og nedbringelse af skadelige drivhusgasser/miljømæssige ansvar, disse faktorer har en stor påvirkning på Torm A/S.

2.2.3.1 Livsstil og demografi

TORM A/S, har placeret deres kontorer i flere strategiske stærke regioner, hvor kunderne er, og hvor aftalerne bestemmes. Det er vigtigt for TORM A/S, at være placeret med underkontorer i disse regioner, da der er stor forskel på mennesker verden over, og på hvordan aftaler indgås.

⁵⁴ TORM årsregnskab, side 80

Disse forskelle ses typisk, i de enkelte regioners livsstil, værdisæt, traditioner og tillid mm. Ved at være til stede globalt, sikrer TORM A/S, den bedste service overfor deres klienter, og opretholder samtidig en stærk konkurrencemæssig position.

Gennem de senere år er befolkningstilvæksten steget markant, stigningen skyldes primært at de medicinske fremskridt når nu ud til hele verden, hvilket har medført at dødeligheden på spædbørn i udviklingslandene har været stærkt faldende de seneste år⁵⁵. Befolkningstilvæksten vil være størst i lande som Kina, Indien, Brasilien, USA og Indonesien fra år 2015 og frem til 2020⁵⁶. Den stigende befolkningstilvækst og den stigende middelklasse må forventes at have en positiv effekt på efterspørgslen på transporten af materialer og gods i fremtiden.

2.2.3.2 Øget fokus på CSR⁵⁷

Torm A/S, har et højt fokus på deres CSR politik, og har med tilslutningen af FN's Global Compact forpligtet sig til at redegøre for virksomhedens fremskridt indenfor de 10 principper, som i hovedform omhandler menneskerettigheder, arbejdsrettigheder, miljø og anti korruption⁵⁸.

Torm A/S' overordnede målsætninger indenfor CSR er følgende:

- At overholde regler for at sikre, at alle medarbejdere er i stand til at udføre deres arbejde under sikre, sunde og anstændige forhold.
- At begrænse alle kendte risici, der kan medføre ulykker, personskader, sygdom, tingsskader eller miljøskader.
- At integrerer bæredygtighed i TORM' forretningsdrift.
- At undgå alle former for korruption og bestikkelse.
- At synliggøre TORM' CSR-performance overfor selskabets interessenter

På baggrund af de overordnede målsætninger, foretages der en gennemsnitlig inspektion af hvert produkttankskib ni gange om året, for at sikre at TORM A/S efterfølger de stadig højere krav, der stilles både internt og af befragtere.

⁵⁵ <http://www.globalis.dk/Statistik/Boernedoedelighed>

⁵⁶ <http://www.globalis.dk/Statistik/Befolkningstal>

⁵⁷ Torm årsregnskab side 22

⁵⁸ http://da.wikipedia.org/wiki/FN's_Global_Compact

Virksomheden indførte i 2011, at alle skibene i flåden, skal have haft besøg af Safety, Quality and Environment teamet, for at sikre at resultaterne på skibene og organisationen forbedres yderligere.

I TORM A/S, er der et stort fokus på at sikre trygge arbejdsforhold, hvilket opnås igennem en sikkerheds og kvalitetspolitik, som dybest set er baseret på de samme regler som fra Søfartens Arbejdsmiljøråd.

Herudover ønsker man hele tiden at fremme den enkelte medarbejders viden og forståelse for sikkerheden og skabe en dybere ansvarsfølelse blandt medarbejderene, hvorfor TORM A/S udbyder løbende uddannelse og udveksler erfaringer på tværs af organisationen.

2.2.3.3 Nedbringelse af skadelige drivhusgasser/miljømæssigt ansvar⁵⁹

I Torm A/S er det af stor betydning, at man vedkender sig det ansvar der ligger i, at værre en stor international virksomhed, som driver et selskab i en branche, hvor der transporteres store mængder af skadelige råmaterialer rundt på Verdenshavene, herunder olie. Torm A/S bidrager ligeledes til udledningen af flere skadelige drivhusgasser, hvorfor virksomheden arbejder meget målrettet på at skabe bæredygtige resultater til at mindske risikoen for olieudslip i forbindelse med fragten af gods på verdenshavene, og ønsker ligeledes at mindske udledningen af skadelige gasser, såvel som i skibsfarten, og på deres kontorer rundt om i Verden.

I 2011, valgte TORM A/S at foretage tre investeringer i skibsteknologi, med det formål at være i stand til at mindske den samlede Co2-udledning med 5 %.

På baggrund af de Investeringer TORM A/S havde foretaget oplevede virksomheden et fald i Co2 udledningen i 2011 fra 8,2 til 7,9 g/ton/km, hvilket var en samlet reduktion på i alt 4 %. Dette fald skete blandt andet på baggrund af en bedre udnyttelse af skibenes kapacitet. TORM A/S har ligeledes haft et øget fokus på deres landbaserede kontorer, og det er lykkedes dem at reducere Co2-udledningen med i alt 10 % fra 2008 – 2011. TORM A/S. I løbet af 2011 oplevede man nogle mindre olieudslip, som blandt andet skyldtes en lækage i en suge ledning. Alle hændelser hvor der er sket olieudslip svarede til en tønde olie, er efterfølgende blevet grundigt undersøgt, og hele proceduren er blevet revideret.

⁵⁹ Torm årsregnskab 2011 side 23.

For TORM A/S er det af stor betydning hele tiden at bevæge sig mod en meget lav risiko faktor, vedrørende olieudslip, da dette har store konsekvenser for miljøet, virksomheden og kunderne.

2.2.4 Teknologiske forhold

2.2.4.1 Innovation indefor skibsfart

Torm A/S, er ligesom alle andre virksomheder, nødt til at være innovative, for at sikre sig konkurrencemæssige fordele i fremtiden.

I vores tid, er det at være innovativ i mange tilfælde det samme som at opnå succes. I shippingbranchen, er der behov for innovation vedrørende effektive energianlæg, anvendelse af biobrændstoffer, naturgas og systemer til genanvendelse af varmenergien, skal være med til at effektivere skibsfarten⁶⁰.

Effektiviteten på en skibsmotor, kan forbedres og aflede en større ydeevne, så skibene bliver mere lønsomme. TORM A/S investerer derfor løbende i skibene, for at sikre en moderne flåde, som har et stærkt udgangspunkt til den fremtidige konkurrence⁶¹.

2.2.5 Sammenfatning PEST

Ud fra ovenstående analyse af de omverdens faktorer, der påvirker TORM A/S, kan kort beskrives som følgende.

De Politiske omverdens faktorer, har en stor påvirkning på TORM A/S. Dette kunne blandt andet ses under det arabiske forår, hvor politiske konflikter blandt andet resulterede i stigende oliepriser. Denne stigning afledte større omkostninger for TORM A/S, i forbindelse med deres skibssejlad, og samtidig faldt efterspørgselen på råolie.

De Økonomiske omverdens faktorer har ligeledes haft en stor påvirkning på virksomheden. Den finansielle krise forårsagede et kraftigt fald i efterspørgselen på verdensmarkederne, og behovet for transport af gods og råmaterialer faldt igennem finanskrisen. Herudover er der positive tegn for verdensøkonomien, da det kunne ses at landenes BNP forventes at stige i fremtiden.

Den rentebærende gæld, er en væsentlig risikofaktor for TORM A/S, da en eventuel rentestigning på 1 % - point ville medføre en stigning på 5 mio. USD i renteudgifter.

⁶⁰ Artikel (Miljø og energieffektive maritime løsninger)

⁶¹ TORM årsregnskab 2011, side 22.

De variable lån i TORM A/S, er således en væsentlig parameter, for den fremtidige renteudvikling, da mindre udsving, vil have en stor effekt på likviditeten i virksomheden.

Denne økonomiske omverdens faktorer har ligeledes haft en negativ effekt på fragtraterne, da man op igennem 00'erne investerede kraftigt i mere tonnage, for at imødekomme den fremtidige efterspørgsel. I stedet for vækst, kom finanskrisen, og de tidligere investeringer var overflødige, og afledte et overskud af tonnage, som medførte til faldende fragtrater i både produkttank divisionen og tørlast divisionen. Grundet den finansielle krise oplevede man ligeledes at markedsværdien på skibene faldt, og den bogførte værdi er i de fleste tilfælde højere end markedsprisen, hvorfor værdiansættelsen af TORM A/S' flåde har været omdiskuteret, og er ligeledes blevet kommenteret af selskabets revisor, i forbindelse med revisionspåtegningen i 2011.

De Socio kulturelle og teknologiske omverdens faktorer, har ikke haft en ligeså drastisk påvirkning på TORM A/S, som de politiske og økonomiske omverdens faktorer. TORM A/S er dog meget opmærksomme på at forbedre deres CSR politik, samtidig med at man fokusere på uddannelse af deres medarbejdere, og ønsker en større sikkerhed og ansvarsfølelse. Disse tiltag skal medvirke til at TORM A/S' mål opnås, og virksomheden fremstår som værende ansvarsfuld i deres omverden. Herudover har man ligeledes et stærkt fokus på at mindske udledningen af Co2 gasser, og olieudslip.

De Teknologiske omverdens faktorer, viser at TORM A/S er innovative og visionærer, i deres udvikling af skibenes lønsomhed, som skal være med til at sikre fremtidige konkurrencemæssige fordele. TORM A/S investerer derfor løbende i deres flåde, og udfører løbende kontroller ombord på skibene, for at sikre den optimale ydelse af motorer med mere.

2.3 Fragtraternes udvikling

I forlængelse af den udarbejdede PEST analyse, vil jeg i nedenstående afsnit, beskrive de faktorer, der har haft den største påvirkning på udviklingen i fragtraterne i løbet af 2011, for tørlastdivisionen og produkttankdivisionen.

Dette gennemgås for at sikre læseren en forståelse for, hvad der forårsager udsvingene i fragtraterne, og disses påvirkning på omsætningen.

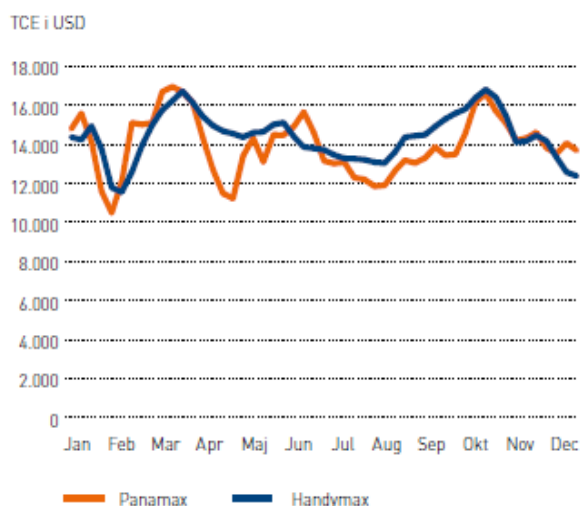
Endvidere vil det give læseren en forståelse for scenarie analysen, der er udarbejdet i forbindelse med værdiansættelsen hvor fragtraterne netop variere, på baggrund af en stigende salgsvækst.

2.3.1 Fragtraternes udvikling for tørlastdivisionen.

Tørlastdivisionen, er den forretningsgren der generer den laveste omsætning i virksomheden, i 2011 var nettoomsætningen således på i alt 347 mio. USD., og divisionen kunne realisere et resultat af primær drift på -68 mio. USD⁶². TORM A/S har mere end 100 års erfaring indenfor transport af tørlast, og har igennem historien været kendt for en stor sikkerhed om bord på skibene, og leveringer til tiden. TORM A/S har i perioder med svingende markedsudsigter, valgt at have en flåde der tæller både egne skibe og lejede skibe, da dette giver en større fleksibilitet. På grund af dette med er man i højere grad i stand til at konkurrere på prisen, i forhold til konkurrenterne⁶³. I 2011 bestod den samlede flåde af to egne skibe og 14 indchartret skibe, med en indchartringsperiode på minimum tre år. Udviklingen i fragtraterne for tørlastdivisionen har været meget svingende for 2011, og i figur 2.3.1 a illustreres udviklingen i fragtraterne, og udviklingen i priser på 5 år gamle skibe.

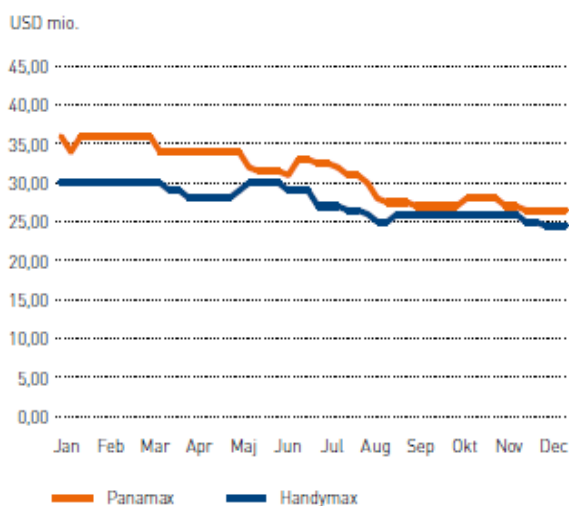
TØRLAST - FRAGTRATER I 2011

Kilde: Clarksons



TØRLASTPRISER PÅ FEM ÅR GAMLE TØRLASTSKIBE I 2011

Kilde: Clarksons



Figur 2.3.1 a (Udviklingen i 2011, for tørlast)⁶⁴

⁶² Torm årsregnskab 2011 side 17

⁶³ <http://www.torm.com/bulk>

⁶⁴ Torm årsregnskab side 16

Figur 2.3.1 a viser udviklingen i fragtraterne for Panamax og Handymax segmentet. I Panamax segmentet svingede fragtraterne mellem 10.500 USD/dag og 17.000 USD/dag, hvilket er et gennemsnitligt markedsniveau på i alt 14.000 USD/dag, og ligger 44 % under niveauet i 2010. Ligeledes for Handymax segmentet, kunne der i løbet af 2011, ses store udsvingning i fragtraterne som lå på et gennemsnitligt markedsniveau svarende til 36 % under markedsniveauet i 2010⁶⁵.

TORM A/S ønskede at styrke sin flåde ved at udvide med yderligere Panamax tonnage i første kvartal, da man forventede at efterspørgslen i andet kvartal ville udvikle sig positivt, samtidig ønskede TORM A/S sig en større markedandel.

Andet kvartal bød dog ikke på en stigning i efterspørgslen, som man havde regnet med hvorfor dette havde en negativ effekt på fragtraterne. Optimismen på udviklingen af fragtraterne udeblev blandt andet på grund af jordskælvet i Japan, og oversvømmelser i Australien. Dette påvirkede produktionsniveauet negativt, hvilket ligeledes kan aflæses i de faldne fragtrater for andet kvartal.

I tredje kvartal steg fragtraterne, hvilket skyldes sommermarkedet hvor eksporten af korn fra USA blandt andet havde en positiv indflydelse transporten.

I fjerde kvartal var fragtraterne i balance, og faldt til et middel niveau⁶⁶. Herudover kan man se at prisudviklingen for skibe der er ældre end fem år, har været faldende i hele 2011, hvilket skyldes den overkapacitet af tonnage der eksisterede på verdensplan.

2.3.2 Fragtraternes udvikling for produkttankdivisionen

Produkttankdivisionen, er den forretningsgren der generer den største omsætning i virksomheden, i 2011 var nettoomsætningen således på i alt USD mio. 959, og kunne fremvise et resultat af primær drift på USD mio. -297⁶⁷. Ved kontrollen af en samlet flåde på mere end 121 tankskibe er TORM A/S markedsledende indenfor transport af olie, herunder benzin, flybrændstof, naphtha og diesel oli. På hovedkontoret i København, dækker man således alle tidszoner 24 timer i døgnet og 7 dage om ugen⁶⁸. Udviklingen i fragtraterne for tankdivisionen har været meget svingende for 2011, og i figur 2.3.2 a illustreres udviklingen i fragtraterne for LR1 LR2 og MR segmentet, samt udviklingen i priser på 5 år gamle skibe.

⁶⁵ Torm årsregnskab 2011, side 16

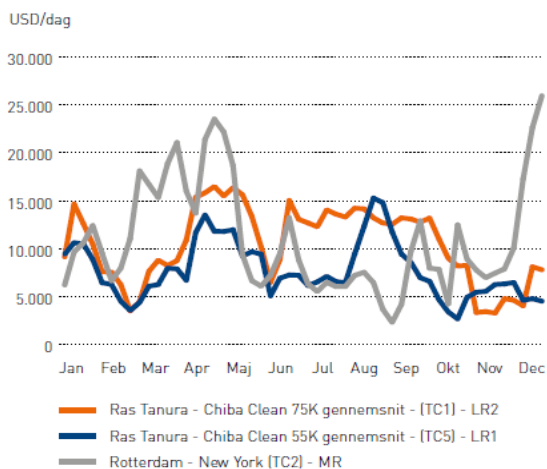
⁶⁶ Torm årsregnskab 2011, side 16

⁶⁷ Torm årsregnskab 2011 side 13

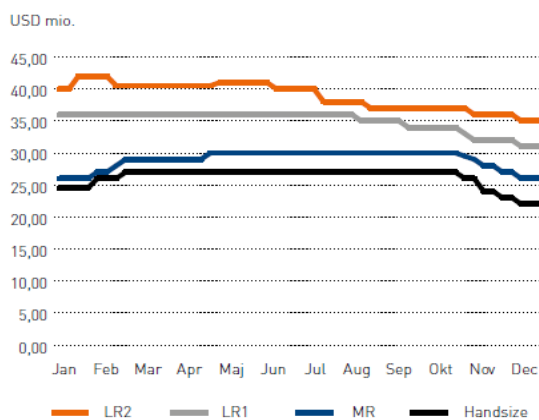
⁶⁸ <http://www.torm.com/tankers>

PRODUKTTANK - FRAGTRATER I 2011

Kilde: Clarksons


PRISER PÅ FEM ÅR GAMLE PRODUKTTANKSKIBE I 2011

Kilde: Clarksons

Figur 2.3.2 a (Udviklingen i 2011, for Produkttank)⁶⁹

I MR segmentet svingede fragtraterne mellem 2.500 USD/dag og 26.000 USD/dag, hvilket er et gennemsnitligt markedsniveau på i alt 14.000 USD/dag. Ligeledes for LR1 segmentet, kunne der i løbet af 2011, ses store udsvingning i fragtraterne som lå på et gennemsnitligt markedsniveau på i alt 9.000 USD/dag. LR2 segmentet lå på et gennemsnitligt markedsniveau på i alt 10.000 USD/dag.

Ud fra figur 2.3.2 a, kan det konkluderes at der har været kraftige svingninger i løbet af 2011. I det første kvartal af 2011, kunne man se en fortsat negativ udvikling i fragtraterne, for de større skibe i LR1 og LR2 markedet, dette skyldes endvidere overkapaciteten af tonnage på verdenshavene, kombineret med den lave efterspørgsel.

For de mellemstore skibe MR bød første kvartal på en positiv udvikling i fragtraterne, dette skyldes den meget kolde vinter, på den nordlige halvkugle, hvor efterspørgslen på fyringsolie steg, og medvirkede til et øget fragtbetrag af råstoffet.

I andet kvartal, oplevede branchen en stigende efterspørgsel af fragt, grundet blandt andet oversvømmelserne i Mississippi i USA, og en stigende efterspørgsel i Sydamerika.

⁶⁹ Torm årsregskab 2011 side 12

Dette var med til at styrke transportbehovet i vesten. Jordskælvet i Japan, havde dog en negativ indvirkning på LR markedet, da efterspørgslen efter nafta, som er den vigtigste bestanddel i fremstillingen af plast, faldt i Japan, og i Asien generelt. Den libyske revolution havde ligeledes en negativ effekt på fragtraterne⁷⁰. Endvidere er andet kvartal præget af store udsving i fragtraterne, hvilket viser hvor følsom shippingbranchen er for dens omverden.

I tredje kvartal faldt fragtraterne grundet den Europæiske gældskrise, og stigende bunker omkostninger. Efterspørgslen efter nafta i Asien var stadig lav, og i USA faldt efterspørgslen på benzin, hvilket påvirkede fragtraterne negativt i tredje kvartal.

I fjerde kvartal af 2011, var LR markedet fortsat i en negativ kurve, hvorimod MR markedet oplevede en stigning i fragtraterne i de sidste måneder af 2011, dette skyldtes primært at eksporten i USA steg, og havde en positiv effekt på MR markedet.

Fragtraterne har været meget svingende, igennem 2011, og er stadig presset efter den finansielle krise, samtidig med overkapaciteten af tonnage, påvirker fragtraterne negativt⁷¹.

Herudover kan man se at prisudviklingen for skibe der er ældre end fem år, har været faldende i hele 2011, hvilket skyldes den overkapacitet af tonnage der eksistere på verdensplan. Den faldende prisudvikling for skibene TORM A/S, medfører at markedsværdien er lavere end bogføringsværdien, hvorfor der kan forekomme yderligere behov for nedskrivninger i flåden, som vil påvirke likviditeten negativt. TORM A/S, flåde er præget af denne negative udvikling, da store dele af flåden har en markedsværdi der er mindre end den bogførte værdi, se endvidere bilag 2.3.2, som viser de enkelte skibe. Disse forudsætninger vil ligeledes fremgå i figur 4.3.4 a

2.4 Nordens påvirkning af omverdensfaktorerne

Gennemgangen PEST analysen for TORM A/S, har været med til at belyse hvilke omverdens faktorer der påvirker virksomheden. Ligeledes ønsker jeg at analysere om det er de samme omverdens faktorer der påvirker den valgte konkurrent Norden.

Gennemgangen af Nordens omverden er essentiel, da det giver et vigtigt indblik virksomhedens udfordringer, og viser omverdensfaktorerne i et større perspektiv for shippingbranchen.

⁷⁰ Torm årsregnskab side 16

⁷¹ Artikel (FAKTA Derfor falder fragtraterne)

2.4.1 Dampskibsselskabet Norden

Norden, oplevede de samme problemer, i den politiske omverden hvor urolighederne i de arabiske lande ligeledes havde en negativ effekt på markedet for Dampskibsselskabet Norden, sanktioner mod Gaddaffis styre i Libyen, og Elfenbenskysten gjorde at sejladsene blev aflyst i en periode, og efterfølgende overvåget af NATO⁷².

Endvidere var de finansielle markeder stadig præget af usikkerhed, samtidig med at fragtraterne var meget svingende på grund af den overtonnage der eksisterede på verdenshavene, samt gældskrisen i Europa.

På trods af dette oplevede Norden, en markant vækst i tørlastdivisionen, som oversteg deres egne forventninger til markedet, da man realiserede en vækst på næsten 40 % i 2011⁷³.

Norden opfatter sig selv som gæst i de mere end et hundrede lande som flåden besøger på årsbasis, og er underlagt den danske lovgivning, EU og FN, hvorfor de politiske forhold i stor grad minder om TORM A/S⁷⁴.

Norden er ligeledes opmærksomme på Socio – kulturelle forhold som påvirker virksomheden, herunder den stigende debat om klima ændringerne, og virksomhedernes sociale ansvar i form af CSR politikken. Virksomheden har ligeledes et stort fokus på at drive forretningen på den bedst mulige måde og i forhold til klimaet, herunder udledningen af drivhusgasser, og forsøger hele tiden at mindske udledningen af brændstof, og derigennem drivhusgasser⁷⁵. Norden er ligeledes meget opmærksomme på de teknologiske faktorer, der påvirker virksomheden. På baggrund af dette har man et stærkt fokus på at optimere omkostningerne i forbindelse med drift af flåden, samtidig med at man optimere de muligheder der er for en mere effektiv måling af de enkelte skibes performance⁷⁶. Heri forsøger man blandt andet at effektivisere brugen af brændstof ved at optimere sejlrouterne.

⁷² Dampskibsselskabet Norden årsregnskab, side 42

⁷³ Dampskibsselskabet Norden årsregnskab, side 19

⁷⁴ Dampskibsselskabet Norden årsregnskab, side 42

⁷⁵ Dampskibsselskabet Norden årsregnskab, side 40

⁷⁶ Dampskibsselskabet Norden årsregnskab, side 16

2.5 Branche analyse (Porters five forces)

I forlængelse af PEST analysen, som analyserede de omverdens faktorer der påvirkede TORM A/S. Anvendes Porters five forces, til at analysere konkurrenceintensiteten i branchen.

2.5.1 Truslen fra nye indtrængere

Stærk kapital og business know how, er de væsentligste parametre der kendetegner de adgangsbarriere der eksistere for nye indtrængere i shippingbranchen. I dette afsnit er der udelukkende fokuseret på de adgangsbarriere der eksistere for de nye indtrængere, der kan karakteriseres som direkte konkurrenter til TORM A/S. Disse nye indtrængere ville derfor være nødt til at købe nye skibe, oparbejde interne kompetencer i form af know how, og samtidig oparbejde et dybt kendskab til shippingbranchen. Afsnittet går defor ikke i dybden for de nye indtrængere der ønsker at charter en mindre flåde, og som derfor kun har omkostningen i form af driften af skibet, eller de konkurrenter som ønsker at indgå i et samarbejde med mindre selskaber hvor de sammen kan oparbejde en større flåde af chartrede skibe.

De eksisterende udbydere er kendetegnet ved at have et stort business know how, og kendetegnet ved at have en stor flåde, som giver de enkelte virksomheder forskellige stordriftsfordele. En ny indtrænger, skal bruge tid på at opbygge kendskabet til branchen, og til at oparbejde en flåde. For at oparbejde en stor flåde i shippingbranchen kræves der en stærk kapital.

En stærk kapital, er en nødvendighed på grund af de høje opstartsomkostninger, der eksisterer i forbindelse med køb af skibe. TORM A/S' flåde består af tørlast skibe og produkttankskibe. Tørlastskibene er af modellen Panamax, som er de største skibe der kan passere Panama kanalen og har ca. anskaffelsesværdi i omegnen af 30 mio. USD⁷⁷.

Endvidere består flåden af produkttankskibe, som fragter raffinerede olieprodukter, og har en anskaffelsesværdi i omegnen af 50 mio. USD. De nye indtrængere på markedet skal ligeledes, kalkulere med at leveringstiden på et nyt skib af klassen Panamax ligger på omkring 2-3 år, og for produkttankskibe ligger leveringstiden på 3 år⁷⁸.

⁷⁷ Artikel (Nordic Bulk Carriers fordobler flåden på Nordøstpassagen)

⁷⁸ Artikel (Frederiksen bestiller flere produkttankskibe)

CSR politikker følges i dag af flere shippingvirksomheder og har medført at eksisterende udbydere hele tiden tænker innovativt i forbindelse med udviklingen af nye skibe, da man ønsker en formindskelse af udledningen af de farlige Co2 gasser, og en bedre ydeevne på skibenes sejlladser. På baggrund af denne udvikling skal shippingvirksomhederne, der har forpligtet sig til at efterleve CSR politikken, oplyse om mål og fremskridt.

Herudover er der uddybende krav, til produkttankskibene omkring sikkerheden i forbindelse med fragt af farligt gods, da godset udgør en trussel for besætningen, skibet og forureningen af havmiljøet. Det eksisterende marked, gennemgår løbende reguleringer, som blandt andet omhandler et større fokus på havmiljøet, hvorfor skibene skal være forsynet med et dobbeltskrog, som mindsker risikoen for udledning af f.eks. råolie for produkttankskibene. Disse krav har medført at skibene er blevet dyrere og lasteevnen er faldet med 10 - 15 %⁷⁹.

Adgangsbarriererne for nye indtrængere må forventes at være høje, på baggrund af det høje kapital krav, kendskabet til branchen, den løbende innovation i branchen og de stadig stigende krav til CSR politikker.

2.5.2 Købernes forhandlingsstyrke

I forbindelse med gennemgangen af kunders forhandlingsstyrke, opdeles afsnittet i de to segmenter som TORM A/S opererer i nemlig tørlastdivisionen og produkttankdivisionen.

I tørlastdivisionen, efterspørger kunderne leverancer af produkter, der ikke stiller store krav til de enkelte rederier, i form af skibe og teknologiske fordele.

Det betyder at der er tale om en ydelse, som let kan erstattes af andre udbydere. Finanskrisen medførte som tidligere beskrevet en overkapacitet i form af tonnage på verdenshavene, hvilket medførte en stigning i havnedage, hvor skibene lå stille og ikke var i aktiv tjeneste. Den afledte effekt af finanskrisen, kom de eksisterende købere til gode, da konkurrencen imellem shippingvirksomhederne blev intensiveret på baggrund af den faldende efterspørgsel.

⁷⁹ Publikation (Dobbeltskrogede tankskibe)



Omkostningerne ved at skifte leverandør, er meget små og bliver gennemført uden større økonomiske tab for kunderne, da der tale om en vare, som ikke har de store præferencekrav fra kunderne. TORM A/S, forsøger som en del af deres forretning at sikre at de eksisterende kunder forbliver i virksomheden en længere årrække. Dette kan blandt andet ses i en ny kontrakt som blev indgået med en producent af jernmalm i Vestaustsalien, hvor kontrakten forventes at løbe de næste 15 år⁸⁰. TORM A/S har i denne kontrakt forpligtet sig til at fragte gods fra Vestaustsalien til Kina, og kontrakten sikrer dermed Torm A/S en stabil indtjening, de løbende 15 år. Risikoen for TORM A/S, ved sådanne kontrakter er, at såfremt fragtraterne stiger medfører dette en dårligere indtjening, og omvendt såfremt fragtraterne falder, sikres en bedre indtjening.

Produkttankdivisionen adskiller sig ikke i væsentlig grad fra tørlastdivisionen, idet levering af råolie, ligeledes kan betegnes som en ydelse, som let kan erstattes af andre udbydere. Køberne karakteriseres dog ved at være større olie raffinaderi selskaber, som i form af deres størrelse, er i stand til at opnå en højere forhandlingsstyrke overfor leverandørerne.

Endvidere er der ligeledes ikke forbundet de høje omkostninger, i forbindelse med et leverandørskifte for kunderne, hvorfor man må sige at servicen overfor køberne er en vigtig parameter, og de længerevarende kontrakter, er med til at sikre TORM A/S, en stabil indtjening.

Købernes forhandlingsstyrke, må karakteriseres som værende høj, grundet blandt andet den afledte effekt af finanskrisen, som medførte en overkapacitet af tonnager. Samtidig med at omkostninger i forbindelse med leverandør skifte er meget små, hvilket ligeledes forøger kundernes forhandlingsstyrke.

2.5.3 Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter kan karakteriseres som meget små. Fragt i forbindelse med lastbil, tog og fly kan ikke fragte ligeså store mængder som de store tørlast skibe og produkttankskibe er i stand til. Endvidere er det heller ikke muligt for disse typer at fragte over ligeså store afstande som shippingvirksomhederne er stand til. Transport over store afstande er ligeledes kendetegnet ved at kloden består af mere vand end jord, hvilket gør fragt mulighederne via lastbiler og tog mere vanskelige end ved at benytte søvejen.

⁸⁰ Torm årsregnskab 2011 side 17



Truslen fra substituerende produkter påvirkes ligeledes af at fragtraterne har været meget lave og kunderne er stand til at få fragtet store mængder af materialer til fordelagtige priser.

Truslen fra substituerende produkter kan karakteriseres som værende lav, grundet at andre fragtmuligheder, ikke kan tilbyde den samme mængde af materialer som skal transporteres over store afstande.

2.5.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

I forbindelse med gennemgangen af leverandørernes forhandlingsstyrke, fokuseres på de væsentligste leverandører til TORM A/S forretning, gennemgangen vil omhandle skibsværfterne, der producere og vedligeholder skibene som indgår i TORM A/S' flåde, og som derfor er en vigtig leverandør, til forretningen og skal sikre at fremtidens flåde produceres. Ligeledes er leverandørerne af bunker olie en primær leverandør til virksomheden, da skibene forbruger bunker olie i forbindelse med den almindelige drift af TORM A/S' flåde. De store industrihavne, er ligeledes kendetegnet ved at være en primær leverandør til TORM A/S, da lastning og aflastning af skibene foregår i de forskellige havne verden rundt.

Skibsværfternes forhandlingsstyrke er præget af de globale finansielle forhold. Da verdensøkonomien stadig er i en form for recession med lange udsigter, til en egentlig forbedring, er skibsværfternes forhandlingsstyrke ligeledes faldet. Mange af rederierne bestilte nye skibe da man forventede et kommende opsving i starten af det nye år tusind. Dette medførte at skibsværfterne rundt om i Verden havde meget travlt med at få færdiggjort de bestilte skibe. I denne periode var skibsværfternes forhandlingsstyrke karakteriseret ved at være relativ høj, på grund af udbud og efterspørgsel. Afledningen af finanskrisen, gjorde at mange rederier, ønskede at udskyde deres bestillinger, er helt at annullere dem. Dette har medført at skibsværfternes forhandlingsstyrke, efter den finansielle krise har været faldende, da der ikke er den samme vækst i markedet som tidligere. TORM A/S har ligeledes foretaget annulleringer hos skibsværfterne⁸¹.

Bunkeroil leverandørernes forhandlingsstyrke, karakteriseres som værende lav, da prisfastsættelsen af prisen på bunkeroil, som anvendes til brændstof til skibene, fastsættes via olieprisen på det globale marked. Dette medvirker at leverandørernes forhandlingsstyrke, er meget lav, og der er ikke muligheder for at differentiere sig da der er tale om et standard produkt.

⁸¹ Torm årsregnskab 2011 side 19

Industrihavnens forhandlingsstyrke karakteriseres som værende høj, da de er bindeleddet mellem lastning og aflastning. Skibene kan ikke være foruden denne service i havnene, hvorfor der eksisterer en høj grad af forhandlingsstyrke i de store industrihavne. Herudover er det ikke muligt for shippingvirksomhederne at vælge andre havne, da de eksisterende havne er placeret i geografiske nøglepositioner, og der ikke ligger flere havne indenfor samme område.

2.5.5 Konkurrenceintensiteten i branchen

Konkurrenceintensiteten i branchen, kan vurderes som værende høj, på baggrund af de mange eksisterende udbydere i shippingbranchen. Markedet er kendetegnet ved at der eksisterer en overkapacitet af tonnage på verdenshavene, i forhold til det nutidige behov for transport af gods og råmaterialer.

Branchen har høje adgangsbarriere for nye indtrængere i markedet, hvilket begrundes med det høje kapital krav, og det dybe kendskab til markedet. Kundernes forhandlings er karakteriseret ved at være høj, da der er tale om en standardydelse ved transport af gods og råmaterialet, samtidig med at kunderne har let ved at skifte shippingvirksomhed, uden større omkostninger.

Leverandørernes forhandlingsstyrke er sammenlagt vurderet som værende mellem, på grund af den store afhængighed shippingvirksomhederne har til havnene der servicere skibene ved lastning og aflastning.

2.6 Delkonklusion (SWOT)

Efter gennemgangen af den Strategiske analyse, anvendes SWOT analysen til at opsamle de primære resultater for TORM A/S. SWOT analysen samler derved resultaterne i den Interne analyse, PEST analysen og Porters five forces analysen. Nedenstående figur viser de konkurrencemæssige fordele og ulemper der eksisterer i virksomheden og dens omverden. TORM A/S skal derfor arbejde imod at forbedre, de allerede eksisterende fordele, og samtidig skabe nye fordele. Ligeledes skal TORM A/S arbejde imod at mindske svaghederne, og forsøge at være innovative, for at være på forkant med eventuelt nye lovkrav, som kan udlede en svaghed i virksomheden.

SWOT analyse	
<i>Styrker internt</i>	<i>Svagheder internt</i>
* Fokus på uddannelse af personale * Historisk forankret virksomhed * Global tilstedeværelse * Fremtidig flåde * Godt omdømme * Strategisk initiativ "Changing Trim" * Fokus på CSR politikken * Fokus på lønsomheden	* Høje faste omkostninger * Likviditetsproblemer * Fastholdelse af nøglemedarbejdere * Manglende tilstedeværelse i Kina * Stor rentebærende gæld
<i>Muligheder eksternt</i>	<i>Trusler eksternt</i>
* Stigende efterspørgsel * Stigende middelklasse i Indien og Kina * Innovation - medvirker til shippingbranchen bliver mere lønsom * Stigende fragtrater * Positiv udvikling i landenes BNP	* Politiske uroligheder i verden oliepriserne ↑ * Større naturkatastrofer, som set i Japan og Australien * Nye konkurrenter / Intensiveret konkurrence * Faldende fragtrater * Stigning i renteniveauet

Figur 2.6 a (SWOT)

3.0 Kapitel 3, Regnskabsanalyse

3.1 Gennemgang af revisionspåtegninger

I forbindelse med udarbejdelse af regnskabsanalysen, vil der indledningsvis blive foretaget en analyse af revisionspåtegninger de seneste fem år fra 2007 - 2011. Regnskaberne fra de seneste fem år, er alle udarbejdet af Deloitte, som er et verdensomspændende revisionsfirma⁸².

Analysen af revisionspåtegningerne, skal give en overbevisning om at der ikke har været forhold i de udarbejdede regnskaber, hvor revisionen ikke har, været i stand til at afgive en revisionspåtegning efter det retvisende billede⁸³. Revisionspåtegningen er det eneste sted hvor den eksterne revisor kan konkludere på regnskabet, og heri oplyse til virksomhedens interessenter, om eventuelle forhold har medvirket til at revisionen ikke har kunnet afgive en blank påtegning, uden forbehold.

⁸² http://www.deloitte.com/view/en_GX/global/locations/index.htm

⁸³ Litteratur B, side 21

Revisionspåtegningen er derfor med til at give regnskabslæser en stor grad af sikkerhed, og er i dette henseende et vigtigt udgangspunkt for den efterfølgende regnskabsanalyse⁸⁴.

- Årsrapporten 2007, er aflagt af revisor uden forbehold⁸⁵
- Årsrapporten 2008, er aflagt af revisor uden forbehold⁸⁶
- Årsrapporten 2009, er aflagt af revisor uden forbehold⁸⁷
- Årsrapporten 2010, er aflagt af revisor uden forbehold⁸⁸
- Årsrapporten 2011, er aflagt af revisor uden forbehold⁸⁹

Revisionspåtegningerne er gennemgået for de seneste fem år, og det kan konkluderes at alle revisionspåtegninger er afgivet uden forbehold. Hvilket betyder, at årsregnskabet er aflagt efter det retvisende billede, og at revisor har været enig med TORM A/S omkring de finansielle oplysninger der er afgivet i årsregnskabet. Det skal dog nævnes at der i revisionspåtegningen for 2011 er afgivet to supplerende oplysninger.

Revisor vurderede ikke at TORM A/S med den nuværende likviditetsmæssige situation, vil kunne opfylde Going Concern⁹⁰, hvilket betyder at TORM A/S ikke vil være i stand til at betale sine forpligtelser i forbindelse med de forfalder inden for de næste tolv måneder. Dette forhold vedrører primært den kortfristede gæld på 1,8 milliard USD. jf. bilag 3.6 reformuleret balance.

Revisor påpeger ligeledes at markedsværdien af koncernens flåde er 608 mio. USD lavere end den regnskabsmæssige værdi pr. 31.12.2011. Endvidere vil genindvindingsværdien af flåden være betydeligt lavere ved et tvangssalg, end under forudsætningen om fortsat drift⁹¹.

3.2 Fastsættelse af væsentlighed i forbindelse med regnskabsanalysen

Til fastsættelse af væsentlighedsniveauet for TORM A/S og Norden, har jeg valgt omsætningen som beregningsgrundlag.

⁸⁴ Litteratur A, side 60

⁸⁵ Torm årsregnskab 2007, side 106

⁸⁶ Torm årsregnskab 2008, side 100

⁸⁷ Torm årsregnskab 2009, side 102

⁸⁸ Torm årsregnskab 2010, side 102

⁸⁹ Torm årsregnskab 2011, side 87

⁹⁰ Torm årsregnskab 2011, side 87

⁹¹ Torm årsregnskab 2011, side 88

Dette skyldes at det er omsætningen der kan angive det fremtidige aktivitetsniveau i TORM A/S og Norden. Det fremtidige aktivitetsniveau indikerer om der er tale om en positiv eller negativ udvikling.

Omsætningen i 2011 var i alt for TORM A/S 1.305 mio. USD. Det beregnede væsentlighedsniveau udgør $(1.305 * 0,02)$ 26 mio. USD. Svarende til to procent af omsætningen. For Norden var omsætningen i 2011 i alt 2.272 mio. USD. Det beregnede væsentlighedsniveau udgør $(2.272 * 0,02)$ 45 mio. USD. Svarende til to procent af omsætningen.

På baggrund af min professionelle vurdering, konkluderes det at en fejl på mere end 26 mio. USD, kan karakteriseres som en væsentlig fejl for regnskabet hos TORM A/S, og kan betyde at investor foretager en fejlagtig investering. Ligeledes vurderes det at en fejl på mere end 45 mio. USD er en væsentlig fejl for regnskabet hos Norden, som ligeledes kan medføre at investor foretager en fejlagtig investering.

3.3 Anvendte regnskabspraksis

Inden beregningen af nøgletal foretages, er det af stor vigtighed, at der tages forbehold for eventuelle ændringer i anvendt regnskabspraksis, da de seneste 5 år anvendes i regnskabsanalysen, vil jeg gennemgå anvendt regnskabspraksis fra 2007 - 2011.

Resultatet af gennemgangen sikrer dermed sammenlignelighed mellem de forskellige års regnskabstal, og den efterfølgende reformulering af resultatopgørelse og balance til anvendelse i regnskabsanalysen. Årsrapporterne for TORM A/S i perioden 2007 - 2011 er aflagt efter International Financial Reporting Standards (IFRS), som godkendes af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

3.3.1 Kontinuitetsbrud

Efter gennemgang af ændringer til anvendt regnskabspraksis, kan det konkluderes at der ikke har været nogen ændringer i årene 2007 - 2009 og 2011, hvorimod i 2010 var der en ændring, der har konsekvenser for de efterfølgende år, i forbindelse med virksomhedssamenslutninger.

Analyseperioden 2007 - 2011 har derfor ikke haft ændringer som der skal tages højde for i forbindelse med udarbejdelsen af regnskabsanalysen.

Nedenstående er oplistet de væsentligste ændringer i eksisterende standarder, og implementeringen af nye standarder der har været i anvendt regnskabspraksis fra 2007-2011.

- 2007 - 2008⁹²

TORM A/S har i 2008 ændret regnskabspraksis for indregning af kapitalandele, i fælles kontrollerede virksomheder. Disse indregnes nu efter den indre værdis metode, hvor man førhen indregnede kapitalandele efter pro rata konsolidering.

Ændringen i regnskabspraksis medfører ingen ændring i årets resultat eller egenkapital, det medfører dog en ændring i årets resultat for fælles kontrollerede virksomheder, samt investeringen i disse præsenteres på en linje i hhv. resultatopgørelsen og balancen.

- 2008 - 2009⁹³

TORM A/S implementerede i 2009, en række ændringer og fortolkningsbidrag i årsrapporten.

Ændringen til IFRS 7 finansielle instrumenter, medfører at der stilles større krav til TORM A/S, vedrørende oplysningskrav, og likviditetsrisiko. Herudover har der været ændringer til IAS 1 præsentation af årsregnskabet.

De nævnte ændringer er udelukkende fortolkningsbidrag og præsentation af årsregnskabet, hvorfor det ikke har ændret TORM A/S regnskabspraksis, og hvorfor der ikke vil blive gået dybere i ændringerne til IFRS 7 og IAS 1.

- 2009 - 2010⁹⁴

TORM A/S implementerede i 2010, en række ændringer og fortolkningsbidrag i årsrapporten.

Ændringen til IFRS 3 "Business Combinations", og derfor ligeledes til IAS 27, IAS 28 og IAS 31.

De ovestående implementeringer af standarderne og ændringerne til standarderne har ikke ændret TORM A/S regnskabspraksis, og hvorfor der ikke vil blive gået dybere i implementeringen af standarder og ændringer i standarder. Det skal dog nævnes at fremtidige virksomhedssammenslutninger vil blive påvirket af den reviderede IFRS 3.

⁹² TORM årsregnskab 2008, side 64

⁹³ TORM årsregnskab 2009, side 61

⁹⁴ TORM årsregnskab 2010, side 58

- 2010 - 2011⁹⁵

TORM A/S implementerede i 2011, en række ændringer og fortolkningsbidrag i årsrapporten. Ændringen til IAS 24 "Related Party Disclosures", hvor definitionen af nærtstående parter ændres. Implementeringen af ændringen til standarden er udelukkende et fortolkningsbidrag, hvorfor det ikke har haft nogen effekt på TORM A/S anvendte regnskabspraksis.

3.4 Sammenligning af Torm A/S

Efter vi har identificeret konkurrenten til TORM A/S, er det af stor interesse at foretage sammenligning med Norden i forbindelse med regnskabsanalysen. Hvorfor jeg ligeledes vil reformulere regnskaberne for Norden.

I den forbindelse vil vi ligeledes gennemgå anvendt regnskabspraksis, for at identificere eventuelle ændringer der kan have betydning for den senere reformulering.

3.4.1 Anvendte regnskabspraksis hos Dampskibsselskabet Norden

Anvendt regnskabspraksis fra 2007 – 2011:

I perioden 2007 - 2008, har der ikke været ændringer eller nye standarder, som har påvirket indregning og måling, eller årets resultat, egenkapitalen eller balancesummen. De nye standarder og fortolkningsbidrag medfører alene ændringer i noteoplysningerne. Den anvendte regnskabspraksis er derfor uændret i forhold til 2007⁹⁶.

I perioden 2008 - 2009, var der ligeledes ikke nogen ændringer i anvendt regnskabspraksis, som påvirker årets resultat, egenkapitalen eller balancesummen, ændringerne har kun påvirkning på noteoplysningerne⁹⁷.

Det samme gør sig gældende i perioden fra 2009 - 2010⁹⁸, og 2010 - 2011⁹⁹ hvor der ikke har været ændringer til anvendt regnskabspraksis, som har påvirket årets resultat mm.

⁹⁵ TORM årsregnskab 2011, side 50

⁹⁶ Dampskibsselskabet Norden årsregnskab 2008, side 57

⁹⁷ Dampskibsselskabet Norden årsregnskab 2009, side 55

⁹⁸ Dampskibsselskabet Norden årsregnskab 2010, side 55

⁹⁹ Dampskibsselskabet Norden årsregnskab 2011, side 55

3.5 Korrektion af regnskabstal til analysebrug

For at kunne udarbejde en analyse af regnskabstallene, som sikrer ensartet og sammenlignelighed, er det nødvendigt at foretage en korrektion af regnskabstallene. Dette foretages ved en reformulering af resultatopgørelsen og balancen, som gør det muligt at beregne nøgletallene i TORM A/S. Regnskabsanalysen er udarbejdet for perioden fra 2007 - 2011.

3.5.1 Korrektion af egenkapitalen

Bilag 3.6, viser den reformulerede egenkapital for TORM A/S. Den reformulerede egenkapital er opdelt i poster vedrørende transaktioner med ejerne og totalindkomsten.

3.5.2 Korrektion af resultatopgørelse

Bilag 3.6, viser den reformulerede resultatopgørelse for TORM A/S. Den reformulerede resultatopgørelse er opdelt i poster vedrørende drift og finansiering. Rigtigheden af reformuleringen er sikret ved at foretage en afstemning fra den reformulerede resultatopgørelse til den reformulerede egenkapital.

3.5.3 Korrektion af aktiv og passivposter

Bilag 3.6 viser den reformulerede balance for TORM A/S. Den reformulerede balance er opdelt i følgende hovedlinjer, driftsaktiver, driftsforpligtelser samt finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Rigtigheden af reformuleringen er sikret ved at foretage afstemning af Grand total til den reformulerede egenkapital.

3.5.4 Korrektion af Nordens regnskabstal

Bilag 3.4 viser de reformulerede opgørelser for Norden. Herunder ligeledes niveau 3 i Dupont modellen. Reformuleringen af Nordens regnskaber er sket efter de samme principper som for TORM A/S. Nedenstående ses udviklingen i nøgletallene for niveau 1, i Dupont modellen.

Nøgletal Norden					
Niveau 1	2011	2010	2009	2008	2007
ROE	4 %	13 %	12 %	48 %	70 %
ROIC	6 %	16 %	14 %	89 %	99 %
Analyse af finansiell gearing					
ROIC	6 %	16 %	14 %	89 %	99 %
FGEAR	-18 %	-31 %	-41 %	-43 %	-35 %
r	1 %	0 %	1 %	4 %	6 %
SPREAD	5 %	16 %	13 %	85 %	93 %

Figur 3.5.4 a

Nedenstående ses niveau 2.

Nøgletal Norden					
Niveau 2	2011	2010	2009	2008	2007
ROIC	6 %	16 %	14 %	89 %	99 %
OG	4 %	10 %	9 %	18 %	22 %
AOH	1,40	1,67	1,62	4,99	4,45

Figur 3.5.4 b

3.6 Rentabilitetsanalyse¹⁰⁰

Den udarbejdede rentabilitetsanalyse, udspringer af den udvidede Dupont-model, på baggrund af egenkapitalsforrentningen (ROE), og de underliggende værdidrivere, som opdeles i tre forskellige analyseniveauer, hvor analysen på et lavere niveau er hægtet sammen med analysen på de overliggende analyse niveauer, denne struktur kendetegner Dupont-modellen¹⁰¹. De data Dupont-modellen udarbejdes ved, fremkommer af den reformulerede resultatopgørelse og balance.

3.6.1 Niveau 1, finansiel og driftsmæssig gearing¹⁰²

Nedenstående figur 3.6.1 a, viser niveau 1 i den udvidede Dupont-model. I figuren kan man her se de andre faktorer der er med til at påvirke ROE. ROE sammensættes af ROIC, som er værdidriveren fra driftsaktiviteten, mens FGEAR og SPREAD er den finansielle aktivitets værdidrivere. Desto mere profitabel en virksomhed udnyttet sine ressourcer, jo større bliver ROIC, som derved påvirker ROE positivt. Nøgletallet ROE er yderst relevant da det viser den totale værdiskabelse over en årrække.

Nøgletal TORM A/S					
Niveau 1	2011	2010	2009	2008	2007
ROE	-54 %	-11 %	1 %	26 %	19 %
ROIC	-15 %	-3 %	3 %	15 %	-20 %
Finansiel gearing					
ROIC	-15 %	-3 %	3 %	15 %	-20 %
FGEAR	207 %	150 %	126 %	127 %	64 %
r	3 %	3 %	4 %	6 %	-80 %
SPREAD	-19 %	-6 %	-2 %	9 %	60 %

Figur 3.6.1 a

Efter udarbejdelsen af niveau 1, kan det aflæses at ROE, steg fra 2007 - 2008, med 7 % point, hvilket betød en gunstig fremgang for investorerne i TORM A/S.

¹⁰⁰ Litteratur C, side 253

¹⁰¹ Litteratur C, side 255

¹⁰² Litteratur C, side 256

Ligeledes kan man aflæse, at ROE faldt med 25 % point i 2008 - 2009, hvilket blandt andet skyldtes finanskrisen opståen. ROE oplevede yderligere nedgang i årene fra 2009 – 2011, hvor ROE endte negativt med -54 % i 2011.

Nøgletallet ROIC, måler driftsaktiviteternes værdidrivere, og giver et billede af TORM A/S' evne til at udnytte de ressourcer som virksomheden har til rådighed. Eftersom ROIC steg fra 2007 - 2008 viser, det at TORM A/S har været effektive i forbindelse med udnyttelsen af deres ressourcer.

I 2008 – 2011, viser derimod at der sker et kraftigt fald i ROIC i perioden med i alt - 30 % point. Udviklingen i ROIC skal ses i sammenhæng med de faldende driftsaktiver hvor den samlede nedgang fra 2008 - 2011 var i alt 418 mio. USD., hvilket blandt andet skyldes nedgangen i skibe og dokingsaktiver på 67 mio. USD., nedgangen i kapitalindele i fællesledede virksomheder på i alt 80 mio. USD., og nedgangen i forudbetalinger på skibe på i alt 203 mio. USD., har været de primære årsager til den negative udvikling i ROIC. En anden årsag til den negative udvikling i ROIC, er det faldende driftsoverskud fra 2008 – 2011 på i alt 808 mio. USD. Såfremt ROIC fortsat udvikler sig negativt, vil det påvirke ejernes afkastkrav negativt. I niveau to, vil der ske en nærmere gennemgang af ROIC.

Nøgletallet FGEAR, måler forholdet mellem egenkapitalen og de finansielle forpligtelser, ved to forskellige finansieringskilder. Udviklingen igennem hele analyseperioden har været negativ, og har fra 2007 – 2011 udviklet sig med i alt 143 % point. En positiv FGEAR, viser at egenkapitalen er forgældet, og det kan aflæses at egenkapitalen i 2011 var forgældet med i alt 207 %. Hvilket betyder at for hver USD. TORM A/S, har som egenkapital, har de 2,07 USD., i gæld. Den meget negative udvikling i FGEAR, skal ses i sammenhæng med udviklingen i den langfristede gæld, da TORM A/S, blandt andet foretog investeringer i nye skibe fra 2007 - 2008, for at være i stand til at aftage den forventede stigning i markedet, inden finanskrisen slog igennem. Nøgletallet SPREAD, måler om TORM A/S er i stand til at udnytte fremmedkapitalen i virksomheden, hvilket TORM A/S ikke har været i stand til i perioden fra 2009 - 2011. Udfra figuren 3.6.1 a kan det aflæses at SPREAD var positiv fra 2007 – 2008, hvorefter nøgletallet faldt markant i årene 2009 – 2011, den negative udvikling i SPREAD skal ses i sammenhold med den negative udvikling i ROIC i samme periode. Nøgletallene FGEAR og SPREAD er de finansielle aktivitets drivere, og ved at foretage en sammenholdelse af disse kan man se de to nøgletals bidrag til ROE.

3.6.2 Niveau 2, Dekomponering af driftsaktivitetens rentabilitet¹⁰³

Figur 3.6.2 a viser niveau 2, i den udvidede Dupont model, dekomponering af afkastningsgraden. Efter udarbejdelsen af 2. niveau, fokuseres der på dekomponeringen ROIC, i nøgletallets underliggende drivere. Overskudsgraden (OG), og aktiviteternes omsætningshastighed (AOH), er de nøgletal der påvirker ROIC.

Nøgletal TORM A/S					
Niveau 2	2011	2010	2009	2008	2007
ROIC	-15 %	-3 %	3 %	15 %	-20 %
OG	-31 %	-9 %	9 %	34 %	-49 %
AOH	0,48	0,29	0,30	0,44	0,40

Figur 3.6.2 a

OG defineres ved at være lig med driftsoverskuddet efter skat / med nettoomsætningen. Dette nøgletal måler hermed overskuddet fra 1 USD., salg fra driftsaktiviteten i virksomheden. I løbet af analyseperioden fra 2007 – 2011, kan man her se et kraftigt udsving igennem årene. Det lykkedes dog fra 2007 - 2008, at realisere en positiv udvikling i OG, hvilket blandt andet skyldtes at TORM A/S, kunne realisere det bedste bruttoresultat igennem hele analyseperioden på i alt 906 mio USD, og realiserede samtidig det bedste resultat i virksomhedens historie¹⁰⁴. Virksomheden var dog ikke i stand til at opretholde omsætningen, som fra 2009 – 2011 faldt, og påvirkede dermed OG negativt. Den meget markante udvikling fra 2010 - 2011, var blandt andet på grund af stigningen i bunkers omkostninger på i alt 376 mio. USD., stigningen i charterhyre på 170 mio. USD, og den ekstraordinære nedskrivning på flåden på i alt 187 mio. USD. Denne udvikling var i 2011 medvirkende til at OG endte negativt med i alt -31 %, hvilket betyder at for hver tjente USD. tabte virksomheden altså 0,31 USD. Aktivernes omsætningshastighed (AOH) defineres ved at være lig med nettoomsætning / netto driftsaktiver. AOH måler derved salget pr. investeret USD i virksomhedens netto driftsaktiver. Igennem hele analyseperioden har nøgletallet ligget med en gennemsnitværdi på 0,38.

Endvidere lykkes det TORM A/S, at realisere den bedste AOH igennem hele analyseperioden på i alt 0,48 hvilket indikerer at virksomheden har været i stand til at udnytte deres driftsaktiver bedst i 2011.

¹⁰³ Litteratur C, side 261

¹⁰⁴ TORM årsregnskab 2008, side 6

3.6.3 Niveau 3, Analyse af underliggende drivere¹⁰⁵

Efter udarbejdelsen af niveau 3, fokuseres der på de underliggende drivere der påvirker OG og AOH som blev gennemgået i niveau 2. I niveau 3 vil der ske en dekomponering af OG og AOH, for at opnå et dybere kendskab, til hvad der har været årsagen til udviklingen i OG, I figur 3.6.3 a, er dekomponeringen udarbejdet.

Nøgletal TORM A/S					
Niveau 3	2011	2010	2009	2008	2007
OG drivere					
Bruttoavance	49 %	65 %	73 %	77 %	78 %
Charterhyre	-31 %	-27 %	-26 %	-16 %	-20 %
Driftsomk.	-13 %	-18 %	-20 %	-15 %	-15 %
Adm.omk.	-5 %	-9 %	-9 %	-8 %	-7 %
Res. ved slag af skibe samt afskrivninger	-15 %	-16 %	-12 %	-4 %	-12 %
OG fra salg (før skat)	-14 %	-4 %	8 %	34 %	25 %
Skatteomkostning	0 %	0 %	0 %	0 %	-2 %
OG fra salg (efter skat)	-14 %	-4 %	8 %	34 %	23 %
OG andre poster (efter skat)	-17 %	-5 %	1 %	-1 %	-72 %
OG	-31 %	-9 %	9 %	34 %	-49 %
AOH drivere (inverse)					
Immaterielle anlægsaktiver	0,04	0,11	0,11	0,08	0,06
Materielle anlægsaktiver	1,97	3,20	3,07	2,13	2,43
Tilgodehavender fra salg	0,11	0,12	0,16	0,13	0,13
Øvrige kerne driftsaktiver	0,12	0,23	0,26	0,14	0,10
Sum	2,24	3,65	3,59	2,49	2,72
Hensatte forpligtelser	0,04	0,06	0,06	0,05	0,08
Leverandører af varer og tjenesteydelser	0,06	0,04	0,04	0,04	0,04
Øvrige driftsforpligtelser	0,06	0,10	0,18	0,14	0,10
Sum	0,17	0,21	0,29	0,23	0,22
(1/AOH)	2,41	3,86	3,88	2,72	2,94
Netto driftskapital	0,17	0,16	0,20	0,17	0,17
Øvrig kerne NDA	2,23	3,70	3,68	2,55	2,77
1/ATO kerne NDA	2,41	3,86	3,88	2,72	2,94

Figur 3.6.3 a

¹⁰⁵ Litteratur C, side 267

I følge niveau 2, kunne det konstateres at OG har været faldende i hele analyse perioden på nær det historiske resultat i 2008. I perioden fra 2009 – 2011, kan det konstateres at OG faldt igennem årene og nåede i 2011 en OG på -31 %.

Udviklingen i OG skal ses i sammenhæng med den faldende bruttoavance fra 2007 - 2011, med et samlet fald på i alt -29 % point. En af grundene til at OG falder skyldes blandt andet stigningen i havneomkostninger, bunkers og kommissioner i perioden fra 2009 – 2011.

Den store stigning i omkostningerne er medvirkende til at OG ligeledes falder, på trods af at det lykkedes TORM A/S at realisere en positiv udvikling i nettoomsætningen fra 2010 - 2011 med i alt 450 mio. USD. Endvidere kan det ses at OG andre poster efter skat, er stærkt medvirkende til den samlede negative OG på -31 %. I 2011 foretog TORM A/S, ekstraordinære nedskrivninger i flåden på i alt 187 mio. USD., hvilket har været den primære årsag til at OG andet efter skat udgjorde -17 % i 2011. Aktivernes omsætningshastighed har igennem analyseperioden samlet set været faldende.

3.7 Aktivitetsanalyse

Aktionærerne og investorerne til TORM A/S, vil typisk kræve en form for compensation, for at indgå med øget risiko. Det betyder at investoren tager en risiko på baggrund af TORM A/S valgte måde at udøve sine drifts, investerings og finansieringsaktiviteter, som også kaldes den fundamentale risiko. Den samlede risiko fra drifts og investeringsaktiviteterne kaldes den driftsmæssige risiko. Finansieringsaktiviteten bestemmer den finansielle gearing, og bidrager med yderligere risiko for aktionærerne og investorerne kaldes den finansielle risiko. Endeligt kan det benævnes at der for TORM A/S ligeledes eksistere en international risiko faktor, da virksomhedens flåde operere i det meste af verden, og herunder Ardenner bugten, hvor pirater har forsøgt og gennemført kapringer af skibe de seneste år, flere danske shippingvirksomheder har undværget piratangreb i denne periode, men det lykkedes dog alligevel piratern at kapre skibet Leopard fra Shipcraft, hvor besætningen blev holdt som gidsler igennem længere tid¹⁰⁶. TORM A/S' flåde var senest udsat for piratforsøg i december 2012¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Artikel (Danske skibe kapret af pirater ved Somalia)

¹⁰⁷ Artikel (Dansk handelsskib forsøgt kapret)



3.7.1 Driftsmæssig risiko¹⁰⁸

I figur 3.6.2 a, kunne man aflæse spredningen i ROIC, der i analyseperioden har været meget svingende fra 2007 – 2011. Spredningen i ROIC giver derfor anledning til driftsmæssig risiko. Spredningen i ROIC, skyldes derved spredningen i de underliggende værdidrivere, OG-risikoen og AOH-risikoen, der påvirker nøgletallet ROIC.

3.7.1.2 OG risikoen.

OG risikoen vil altid være til stede i en virksomhed TORM A/S. Ændringer i OG, fremkommer ved en stigning i fx. havneomkostninger bunkers og kommissioner, i forhold til udviklingen i omsætningen.

Dette er blandt andet en af grundene til at OG har været så svingende igennem analyseperioden, da man har oplevet større stigninger i havneomkostninger bunkers og kommissioner, samtidig med en svingende omsætning.

Omkostningerne er steget mere i forhold til omsætningen, hvorfor man er vidne til den negative udvikling i OG, og derved ROIC. De omkostninger som TORM A/S operer med er ikke decideret omkostninger der består af store interne variable summer som de selv, kan skrue på som fx. Lønomsatninger. Lønomsatningerne er meget små set i forhold til de omkostninger der er i forbindelse med at drive et skib i en større flåde. Endvidere kan man dog aflæse at TORM A/S i perioden 2008 - 2011 oplevede en stigning i havneomkostninger bunkers og kommissioner samt chartehyre med i alt 615 mio. USD. TORM A/S forsøgte i samme periode at nedbringe administrationsomkostningerne, der samlet set faldt med 17 mio. USD, hvilket giver en netto stigning i de to nævnte omkostninger på ialt 598 mio. USD. Omsætningen i samme periode oplevede en netto stigning på 121 mio. USD. Hvorfor disse store svingninger i OG og dermed ROIC vil forekomme, som bekræfter den driftsmæssige risiko der er i TORM A/S, og derfor også hos aktionærerne.

3.7.1.3 AOH risikoen.

AOH risikoen vil ligeledes være en risiko, der er stor sandsynlighed for i en virksomhed som TORM A/S. Risikoen består blandt andet i, at i perioder med en generel nedgang i markedet, som man oplevede ved finanskrisens udbredelse i 2007.

¹⁰⁸ Litteratur D, side 199

Finanskrisen skabte en recession på de globale markeder, og TORM A/S var derfor nødsaget til at nedbringe sine driftsaktiver for at mindske AOH risikoen. Denne risiko er til stede da man anvender meget kapital til at generer omsætning.

Det kan dog konkluderes at TORM A/S jf. Figur 3.5.3 a, har været bedre til at udnytte deres driftsaktiver i 2011, end man var i 2010 og 2009. Grunden hertil kan skyldes at man forventede en betydelig vækst i markedet inde finanskrisen indtraf, hvorfor man gjorde store investeringer i driftsaktiverne, for at være i forkøbet med den forventede vækst.

Væksten udeblev dog, hvorfor stigningen i årene 2009 og 2010, er klausible. Ligeledes oplevede TORM A/S en samlet nedgang i omsætnigen i perioden 2008 - 2010 på i alt 328 mio. USD, som ligeledes påvirker AOH negativt.

3.8 Den finansielle risiko¹⁰⁹

Den finansielle risiko er drevet af niveauet for den fiansielle gearing og spredningen i SPREAD, såfremt at ROIC variere vil SPREAD ligeledes variere. Jf. Figur 3.6.1 a kan det endvidere aflæses at der i analyseperioden 2007 – 2011 har været store spredninger i både ROIC og SPREAD. Endvidere kan det konstateres at SPREAD har været positiv i perioden 2007 -2008, hvilket indikerer at den finansielle gearing har været gunstig. SPREAD udvikler sig dog negativt fra perioden 2008 - 2011 og ender negativt med i alt -19 % i 2011, hvilket indikeret at den fiansielle gearing er ugunstig. En negativ SPREAD vil endvidere medføre at ROE reduceres til under niveauet for ROIC, hvilket figur 3.6.1 a bekræfter.

3.9 Soliditetsanalyse

Soliditetsgraden har i analyseperioden været faldende, og er samlet set faldet med i alt 14 % point. I 2011 ligger soliditetsgraden på 23 %, hvilket indikerer at 23 % af TORM A/S' driftsaktiver er finansieret af virksomheden selv, og de resterende 77 % er således finansieret via fremmedkapital. Den faldende soliditetsgrad, medvirker endivdere til at investeringen i TORM A/S, er præget af stor risiko, og illustrerer den faldende likviditetsstyrke i virksomheden. Virksomheder der har højere soliditetsgrader, fremstår stærkere rent likviditetsmæssigt, og har større råderum såfremt markedet svinger.

¹⁰⁹ Litteratur D, side 201

Soliditetsanalyse TORM A/S					
Regnskabsår	2011	2010	2009	2008	2007
Soliditetsgrad (Egenkapital / Aktiver)	23 %	34 %	39 %	39 %	37 %

Figur 3.9. a (Egen tilvirkning)

3.10 Likviditetsanalyse

Figur 3.10 a viser udviklingen i likviditetsgraden for TORM A/S. Figuren viser i hvilken grad TORM A/S er i stand til at betale sin gæld tilbage, i takt med at den forfalder indenfor de næste 12 måneder.

Likviditetsanalyse TORM A/S					
Regnskabsår	2011	2010	2009	2008	2007
Likviditetsgrad. (Oms. Aktiver * 100 / Kortfristet gæld)	0,30	1,60	2,09	1,80	0,62

Figur 3.10 a (Egen tilvirkning)

Figur 3.10 a viser at likviditetsgraden har været stigende fra 2007 – 2009, og fra 2009 til 2011 har likviditetsgraden udviklet sig negativt, til en værdi på 0,30 i 2011. Den lave likviditetsgrad, er en indikation på at TORM A/S har likviditetsproblemer, og skal ses i sammenhæng med udviklingen i den kortfristede gæld. En likviditetsgrad under 2,00 illustrerer en høj likviditetsrisiko¹¹⁰.

3.10.1 Korrektion af pengestrømsopgørelsen¹¹¹

I lighed med reformuleringen af egenkapitalen, balancen og resultatopgørelsen, vil det frie cash flow (FCF), ligeledes blive udledt for hele analyseperioden fra 2007 – 2011, for at vurdere virksomhedens evne til at skabe likviditet. Den reformulerede pengestrømsopgørelse vil blive udarbejdet efter metode 1, da det frie cash flow kan beregnes vha. af den allerede reformulerede balance og den reformulerede resultatopgørelse ved at anvende følgende formel; $FCF = DO - \Delta NDA$. Figur 3.10.1 a, viser der frie cash flow, i analyseperioden.

Reformuleret pengestrømsopgørelse TORM A/S					
Regnskabsår	2011	2010	2009	2008	2007
DO	-409.936	-77.466	78.744	398.729	-382.840
ΔNDA	-562.038	-63.909	-136.409	-208.152	-1.274.187
FCF	-971.974	-141.375	-57.665	190.577	-1.657.027

Figur 3.10.1 a (Egen tilvirkning)

¹¹⁰ Litteratur E, side 264

¹¹¹ Litteratur C, side 228



3.11 Delkonklusion regnskabsanalyse

I forbindelse med gennemgangen af kapitel 3, er de historiske finansielle værdidrivere analyseret for TORM A/S. Udarbejdelsen af regnskabsanalysen indgår som grundlag for budgetteringen, sammen med de ikke finansielle værdidrivere, som blev gennemgået i forbindelse med kapitel 2. Gennemgangen af de finansielle værdidrivere viste et historisk resultat for virksomheden i 2008, hvor man realiserede det højeste resultat i virksomhedens historie, efterfulgt af et år i 2009, hvor de formåede at opretholde et lille positivt resultat. I året 2010 oplevede virksomheden en negativ udvikling i både nettoomsætning og årets resultat, hvilket ligeledes afspejles i de udarbejdede nøgletal i Dupont modellen for de forskellige niveauer. I 2011, oplevede TORM A/S en markant fremgang i nettoomsætningen med en stigning fra 2010 til 2011 på i alt 450 mio. USD. På trods af den store fremgang i nettoomsætningen steg havneomkostninger bunkers og kommissioner, charterhyre og driftsomkostninger med i alt 560 mio. USD, hvilket blandt andet var medvirkende til det samlede underskud for 2011 på i alt 453 mio. USD. Den overordnede nedgang i gennem analyseperioden kan ligeledes afspejles i ROE der viser en negativ udvikling igennem analyseperioden fra 2007 – 2011. Udviklingen i OG, er ligeledes negativ, og kan tilskrives den store stigning i omkostningerne, samt den ekstrordinære nedskrivning i 2011. Ligeledes kan det konkluderes at OG risikoen samt AOH risikoen er til stede i TORM A/S, men i 2011 lykkedes det dog TORM A/S at udnytte deres driftaktiver mere effektiv end i 2010, hvilket kan indikere en lille fremgang for virksomheden. Endeligt kunne det konstateres at soliditetsgraden har været faldende i perioden 2009 - 2011. Norden har ligeledes oplevet samme nedgang i ROE igennem analyseperioden, på samme måde som TORM A/S. Endvidere kan man se at ROIC også har oplevet et stort fald igennem analyseperioden, dette skal ses i sammenhæng med det faldende driftsoverskud, som virksomheden har realiseret igennem årene. Det lykkedes dog Norden i 2010, at vende den negative udvikling, da man oplevede en stigning i omsætningen på i alt 514 mio. USD. fra 2009 – 2010. Denne vækst i omsætningen var medvirkende til at realisere en ROIC på 17 % i 2010. Det efterfølgende år falder ROIC dog igen til 6 %, hvilket primært skyldes stigningen i driftsomkostninger til skibe og den faldende omsætning. FGEAR er negativ med 18 %, hvilket indikerer at egenkapitalen ikke er forgældet. OG har været positiv igennem hele analyseperioden hvilket er gunstigt for Norden. OG har dog været faldende igennem hele analyseperioden og har oplevet en negativ udvikling fra 2007 – 2011 med i alt -19 % point. Udfra sammenholdelsen af de to virksomheder, tegner der sig billede af at begge selskaber oplever den samme udvikling.

Nøgletallene i Norden er dog bedre end hos TORM A/S, grundet den større omsætning, samtidig med at man i Norden ikke har foretaget de samme store nedskrivninger i flåden. Norden er ligeledes ikke tynget af den store rentebærende gæld, som eksisterer i TORM A/S.

4.0 Kapitel 4, Værdiansættelsen

4.1 Budgetforudsætninger for TORM A/S

Udarbejdelsen af budgettet vil ske på baggrund af det opnåede kendskab til TORM A/S, i forbindelse med gennemgangen af kapitel 2 og kapitel 3.

4.2 Budgetperiodens længde og detaljeringsgrad

Længden af budgetperioden, er efter virksomheden Mckinsey, fastsat til 10 – 15 år¹¹². Den valgte budgetperiode afhænger af, hvor langt ud i fremtiden man kan forudsige variationer i de underliggende variable med en hvis rimelighed. Jeg vurderer at rimeligheden for TORM A/S, er fem år hvilket giver os en tidshorisont fra 2012 – 2016. Dette begrundes ved at jeg i budgetperioden med stor rimelighed vil kunne forudsætte udviklingen i de underliggende variable, og de ikke finansielle og finansielle værdidrivere¹¹³. En længere budgetperiode vil være forbundet med en større usikkerhed, hvorfor jeg vurderer at en budgetperiode på fem år vil være nøjagtig, hvorfor Mckinsey's budgetperiode på 10 – 15 år ikke anvendes. Året 2017 anvendes som terminalperiode, og budgettet vil blive udarbejdet på et overordnet niveau. Den reformulerede resultatopgørelse jf. Bilag 2, reklassifiseres i et core regnskab, og viser det perfamante overskud. Dette medgiver at forudsætningerne for budgetteringen, vil opnå en større nøjagtighed.

4.3 Inddragelse af resultater fra den strategiske analyse og regnskabsanalyse

Figur 4.3 a, viser de sammenhænge, der blev identificeret i forbindelse med udarbejdelsen af kapitel 2 og kapitel 3.

Figuren viser de primære resultater fra den strategiske analyse, som kan ses i den udarbejdede SWOT analyse, der fungerede som konklusion for kapitel 2. Ligeledes viser figuren påvirkningen på de finansielle værdidrivere, som blev gennemgået i kapitel 3.

¹¹² Litteratur F, side 254

¹¹³ Litteratur C, side 315

Ikke finansielle værdidrivere kapitel 2			Finansielle værdidrivere kapitel 3
Omverdens faktorer			
Strategisk analyse	Samlet Påvirkning	Bemærkninger	
Politiske forhold	Positiv	Den globale klimadebat, udledning af Co2. Havforurening, dobbeltskrogede skibe↑.	→ Konkurrence fordele
Økonomiske forhold	Negativ	Finanskrisens eff. ↓, BNP ↑, Den rente-bærende gæld ↓. Nedskrivning på flåden ↓	→ Salgets vækstrate
Socio-kulturelle forhold	Positiv	Den stigende befolkningstilvækst, medfører en øget fragt af gods og råmaterialer ↑.	→ Salgets vækstrate
Konkurrenter	Negativ	Shippingbranchen er præget af mange konkurrenter, samtidig med en stigning i antal havnedage ↓.	→ Salgets vækstrate
Interne faktorer			
Strategisk analyse	Påvirkning	Bemærkninger	
Lønsomhed	Positiv	TORM A/S, fokusere på at effektivisere forbruget af brændstof på deres ruter, som medvirker til en stigende lønsomhed ↑. Changing Trim, strategisk tiltag ↑.	→ Overskudsgraden
Historisk forankret virksomhed	Positiv	TORM A/S, har udarbejdet strategien Changing Trim, skal medvirke til en større modstandsdygtighed ↑.	→ Overskudsgraden
Flåden	Negativ	TORM A/S, Nedskrivning og frasalg ↓ Markedsværdi lavere end bogført værdi↓	→ Anlægskapitalen
Arbejdsstyrke	Neutral	Korrolisionsforhold mellem flådestørrelse og skibsbemanding, uændret.	→ Arbejdskapital

Figur 4.3 a (Egen tilvirkning)

4.3.1 Salgsvæksten

Figur 4.3 a viser, at der er flere faktorer der påvirker salgsvæksten i TORM A/S. De politiske forhold kan være medvirkende til at TORM A/S, kan opleve konkurrencemæssige fordele, da TORM A/S via deres CSR politik blandt andet ønsker at være den foretrukne leverandør hos større olieraffinerier, hvor flåden, igennem deres interne investeringer, kan opnå sikkerhedsgodkendelse. De økonomiske forhold medfører, at der i dag eksisterer en overtonnage på markedet, i forhold til efterspørgslen af gods, som blandt andet skyldtes finanskrisens efterdønninger. Det kan blandt andet ses at TORM A/S, oplevede en stigning i antal havne dage i 2011.

Herudover er der en større konkurrence omkring kunderne, hvilket ligeledes skyldes overtonnagen, disse forhold påvirker salgsvæksten negativt. For de socio-kulturelle forhold er der her tale om en positiv udvikling når man kigger på den stigende befolkningstilvækst i verden, som alt andet end lige vil aflede en stigning i efterspørgslen på gods, som påvirker salgsvæksten positivt. Endvidere arbejdes der meget intensivt, med at forsøge at optimere deres sejlruiter, for derigennem at sikre en bedre lønsomhed i gennem organisationen, samtidig med at fokus ligeledes ligger i at mindske udledningen af Co2 stoffer i atmosfæren i henhold til TORM A/S strategi Changing Trim. Det mest positive signal i de økonomiske faktorer, er at der forventes en positiv udvikling i landenes BNP, hvilket medfører at efterspørgslen på transport af godt må forventes at stige.

På baggrund af ovenstående analyse, og i forhold til den opnåede viden omkring udviklingen i TORM A/S, og hos deres primære konkurrenter, kan man argumentere for at den samlede omsætningen stiger henover de næste tre år, for derefter at stige yderligere de resterende to år hen imod terminal perioden. Udviklingen i omsætningen hos TORM A/S steg fra 2010 – 2011 med i alt 450 mio. USD. På baggrund af ovenstående budgetteres med følgende udvikling i salgsvæksten.

Salgsvæksten for TORM A/S						
Regnskabsår	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017T
%-mæssig udvikling	5 %	6 %	7 %	7 %	7 %	2 %

Figur 4.3.1 a (Salgsvækst)

Udviklingen i salgsvæksten, viser at det forventes at man i perioden fra 2012-2017 bør være i stand til at realisere en positiv udvikling i den samlede nettoomsætning på i alt 445 mio. USD.

4.3.2 Core driftsoverskud fra salg efter skat

Jf. Figur 3.6.3 a, kan det ses at OG fra salg efter skat er faldet igennem hele analyse perioden, og i 2011 lå OG på -14 %, hvilket må siges at være meget ugunstigt for virksomhedens ejere. I den fremtidige budgettering af OG, skal følgende forhold ligges til grund for budgetteringen.

Changing Trim¹¹⁴: Det nye strategiske tiltag for TORM A/S, skal medvirke til at virksomheden, bliver mere modstandsdygtig og mere lønsom. Dette skal blandt andet ske ved forbedre servicen over kunderne med hensyn til kvalitet, fleksibilitet og nærhed. Endvidere vurderer TORM A/S, at der er et potentiale for et bedre marked allerede i 2012 og frem.

Moderne flåde: TORM A/S har ivesteret løbende i deres flåde, for derigennem at sikre at man har den mest effektive flåde i forhold til konkurrenterne. Denne fortsatte investering i skibene, skal blandt andet sikre at man effektivere forbruget af bunkerolie, samtidig med at man anvender den nyeste teknologi. På baggrund af disse investeringer, påvirker det OG positivt, da investeringerne medfører en mere omkostningseffektiv flåde.

Stigende havneomkostninger bunkers og kommissioner: Shippingbranchen har investeret store summer, af penge i nye skibe for at kunne aftage det forventede opsving i økonomien, der ville medføre en større efterspørgsel på fragt af gods og råmaterialer. Desværre udeblev opsvinget i markedet, og branchen ophobede en overtonnage i forhold til eftersprørgelsen. Samtidig oplevede man en stor stigning på bunkerolie, som TORM A/S, anvender i forbindelse med driften af flåden. Dette afledte en markant stigning i regnskabsposten for TORM A/S. Det er svært at budgettere den fremtidige udvikling i havneomkostninger bunkers og kommissioner, men man må formode, at ved en stigende omsætning igennem budgetperioden, vil man ligeledes opleve en stigning. Dog er den væsentligste faktor, udviklingen i de politiske uroligheder i de olieproducerende lande, som kan være med til at prisen på bunkerolie kan stige yderligere. Det formodes dog at omkostningerne vil være faldne på baggrund af en større stabilitet i de olieproducerende lande og vil derfor påvirke OG positivt.

¹¹⁴ TORM årsregnskab 2011, side 11

Faldne administrationsomkostninger¹¹⁵: TORM A/S, har i 2011 reduceret antallet af danske officerer med i alt 70 medarbejdere, for herigennem at frigøre noget likviditet, og forsøge at omkostningseffektivisere virksomheden. Denne reduktion i antallet af danske officerer medførte en årlig besparelse på i alt 5 mio. USD. TORM A/S, valgte ligeledes at nedlægge 48 stillinger i hele verden, som medførte en afskedigelse af 26 medarbejdere. Denne omkostningseffektivisering og fokuset på en større lønsomhed, påvirker OG positivt i budgetteringsperioden.

Efter gennemgang af de faktorer, der påvirker TORM A/S positivt og negativt, vil den fremtidige budgettering af Core driftsoverskud fra salg efter skat se således ud.

Core driftsoverskud fra salg for TORM A/S						
Regnskabsår	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017T
%-mæssig udvikling	3 %	6 %	8 %	8 %	10 %	10 %

Figur 4.3.2 a (Core DO Fra salg efter skat)

4.3.3 Effektiv skatteprocent¹¹⁶

I forbindelse med budgetteringen af den effektive skatteprocent, er denne estimeret ud fra de historiske regnskaber, samt eget skøn ud fra at skatten fastholdes på et steady-state niveau, da det fastlås at der i fremtiden, fortsat skal betales skat.

Effektiv skatteprocent TORM A/S						
Regnskabsår	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017T
%-mæssig udvikling	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %

Figur 4.3.3 a (Skat af Core DO fra salg)

4.3.4 Core andet driftsoverskud efter skat

Posten Core andet driftsoverskud, indeholder blandt andet andre driftsindtægter og tab ved værdiforringelse af fælles kontrollerede virksomheder. Udviklingen igennem analyseperioden har været meget svingende, fra -72 % i 2007, og endeligt negativt i 2011 med i alt -17 %. Årsagen til den negative værdi i 2011, skyldes primært posten tab ved værdiforringelse af materielle og immaterielle anlægsaktiver. Årsagen til dette, er at man i løbet af 2011, foretog store nedskrivninger på flåden, som resulterede i en samlet nedskrivning på i alt 187 mio. USD¹¹⁷.

¹¹⁵ TORM årsregnskab 2011, side 20

¹¹⁶ Litteratur E, side 542

¹¹⁷ Torm årsregnskab 2011, side 13

Omkostningen er ikke foretaget igennem den resterende del af analyseperioden, hvorfor man kan kalde det for en ekstraordinær nedskrivning. I forbindelse med afsnit 2.3.2, blev det identificeret at markedsværdien på fem år gamle skibe udviklede sig negativt i løbet af 2011.

I forbindelse med budgetteringen, forudsættes det at markedsværdien på skibene fortsat vil udvikle sig negativt, og der i den forbindelse kan være behov for yderligere nedskrivninger i flåden. Flåden i TORM A/S, er på nuværende tidspunkt, som tidligere beskrevet tyngt af en flåde der har en lavere markedsværdi end den bogførte værdi, hvorfor der i årene 2012 – 2014 er budgetteret med en negativ DOandel, på baggrund af skibenes værdier. I årene 2015 – 2017, forventes det at markedet har etableret sig, og priserne på ældre skibe har fundet et fast leje, hvorfor den resterende budgetperiode forventes at genere en positiv DOandel.

På baggrund af ovenstående, er den fremtidige budgettering for årene 2012 – 2017 forudsat til at udvikle sig følgende.

Core andet driftsoverskud fra salg efter skat for TORM A/S						
Regnskabsår	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017T
%-mæssig udvikling	-10 %	-8 %	-5 %	2 %	5 %	5 %

Figur 4.3.4 a (Core andet DO fra salg efter skat)

4.3.5 Usædvanlige poster

I forbindelse med budgetteringen af usædvanlige poster, herunder primært engangsposter, som ofte kan være problematiske at forudsige, er der ikke i forbindelse figur 4.3. a budgetteret med usædvanlige poster.

4.3.6 Lånerenten

Lånerenten har udviklet sig meget igennem analyseperioden. Fra årene 2008 – 2011, har renten svinget mellem 6 % og 3 %. Lånerenten i 2011, var beregnet til at være 3,45 %.

Det er vanskeligt at budgettere den fremtidige lånerente på baggrund af de historiske tal, hvorfor der for den fremtidige analyseperiode, er valgt at budgettere med en lånerente, på baggrund af en ti årig statsobligation på 1,58 %¹¹⁸.

¹¹⁸ <http://nationalbanken.statistikbank.dk/nbf/98227>

4.3.7 Omsætningshastigheder

Jf. figur 3.6.2 a, kan det konkluderes at der igennem analyseperioden, har været en mindre udvikling omsætningshastighederne. På baggrund af udviklingen, er det ikke muligt, at forudsige den fremtidige udvikling, da denne er behæftet med ukendte faktorer, hvorfor det er besluttet at fastsætte AOH, på baggrund af den realiserede værdi i 2011.

4.3.8 Arbejdskapital og Anlægskapital

Arbejdskapitalen, er fastsat ud fra den realiserede værdi i 2011, hvorfor denne er uændret igennem budgetperioden på 0,17. Anlægskapitalen, er derimod budgetteret med en negativ udvikling, da det igennem den stragiske analyse, kunne konkluderes at der kan forekomme yderligere behov for nedskrivninger i flåden, da markedsværdien for store dele af flåden er lavere end den bogførte værdi jf. bilag 2.3.2. Ligeledes kan udviklingen i charterhyre, tolkes som om at man ønsker en mere fleksibel flåde i fremtiden, hvorfor man ikke vil udvide flåden yderligere. Den fremtidige budgettering er derfor faldende fra 2,23 i 2011 frem mod terminalperioden i 2017 på 2,00. Budgetteringen af Arbejdskapitalen og Anlægskapitalen fremgår af nedenstående figur.

Arbejdskapital og Anlægskapital TORM A/S						
Regnskabsår	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017T
Arbejdskapital	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Anlægskapital	2,10	2,07	2,07	2,05	2,05	2,00

4.3.9 Pengestrømsopgørelse

Pengestrømsopgørelsen, er afhængig af DO samt Δ NDA, sammen med aktivernes omsætningshastigheder.

Det frie cash flow udledes på baggrund af den budgetterede pengestrømsopgørelse, som senere benyttes til at beregne værdien af TORM A/S, vha. FCFF modellen.

4.4 Budget og proforma regnskab

På baggrund af ovenstående budgetteringsforudsætninger udarbejdes et budget jf. bilag 4.4 a, hvorefter proforma regnskabet udledes jf. bilag 4.4 b.

4.5. Værdiansættelsen af TORM A/S

Kapitel 2 og 3, omhandlende den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Årsagen til at disse kapitler blev udarbejdet, er at de skal være med til at belyse TORM A/S, fremtidige indtjeningsmuligheder. Disse to kapitler indgik ligeledes i budgetteringen, og vil ligeledes blive anvendt i forbindelse med den endelige værdiansættelse.

4.6 Fastlæggelse af kapitalomkostningen¹¹⁹

Da jeg ønsker at beregne virksomhedsværdien af TORM A/S, er man nødt til at tage hensyn til TORM A/S' gennemsnitlige kapitalomkostninger kaldet wacc, som tager højde for både ejernes og långivernes afkastkrav. Den nedenstående formel til estimeringen af vægtede gennemsnitlige omkostninger udtrykkes således.

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \times r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \times r_g$$

Hvor:

r_{wacc} = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = Markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{NDA} = Markedsværdi af virksomheden ($V_0^E + V_0^{NFF}$)

r_e = Ejernes afkastkrav

r_g = Finansielle omkostninger efter skat

4.6.1 Markedsværdi af egenkapitalen

Egenkapitalens markedsværdi udregnes, på baggrund antal udstedte aktier, samt kursen pr. aktie den 13. marts 2013. Nedenstående opgørelse viser udregningen.

Opgørelse af egenkapital pr. 13. marts 2013.	
Antal udstedte aktier	72.800.000
Aktiekurs i USD	1,73
I alt USD.	125.944.000

¹¹⁹ Litteratur C, side 54

4.6.2 Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

De netto finansielle forpligtelser var i 2011, opgjort til 1.775.139. USD'000 jf. bilag 3.6 reformuleret balance.

4.6.3 Markedsværdi af virksomheden

Ved hjælp af følgende formel ($V_0^E + V_0^{NFF}$) kan markedsværdien af virksomheden herefter udledes: $125.944.000 + 1.775.139.000 = 1.901.083.000$ USD.

4.6.4 Ejernes afkastkrav

I forbindelse med beregningen af ejernes afkastkrav, vil CAPM modellen blive anvendt, som også kaldes Capital Asset Pricing Model¹²⁰.

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Hvor:

r_e = Ejernes afkastkrav

r_f = Risikofri rente

β = Beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie

4.6.4.1 Beta

Ved alle aktier, er det reglen at større risiko målt ved beta, kompenseres ved at give et højere afkast. Det betyder at en aktie med højere beta værdi, har et større forventet afkast end ved en aktie med en lavere beta værdi. Beta fortolkes herved som et risikomål, og kan illustreres ved hjælp af nedenstående figur 4.6.4.1 a.

Beta værdi	Tolkning af Beta
$B = 0$	Risikofri investering
$0 < B < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$B = 1$	Risiko som arkedsporteføljen
$B > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Figur 4.6.4.1 a Tolkning af Beta¹²¹

¹²⁰ Litteratur C, side 50

¹²¹ Litteratur C, side 53

TORM A/S, opererer som tidligere beskrevet i en meget konjunkturfølsom branche, og Beta må derfor formodes at være større end 1, hvilket betyder at en investering i aktien vil være behæftet med større risiko end markedsporteføljen. Denne formodning hænger endvidere sammen med de store udsving der har været i aktiekursen igennem analyseperioden fra 2007 – 2011¹²².

Fastsættelse af Beta, vil derfor ske ud fra en gennemsnitlig betragting, hvor betaværdierne fra hhv. Reuters og NasdaqOMX, vil danne baggrund for den anvendte Beta værdi.

Den estimerede Betaværdi er fastsat til 1,39.

Estimeret Betaværdi TORM A/S	
Reuters ¹²³ :	1,61
Nasdaq OMX ¹²⁴ :	1,16
Estimeret beta:	1,39

Figur 4.6.4.1 b

4.6.4.2 Bestemmelse af den risikofrie rente¹²⁵

Ved fastsættelse af den risikofrie rente, anbefales det i praksis at anvende den effektive rente for en ti årig statsobligation, som et estimat til den risiko frie rente. Den effektive rente for den ti årige statsobligation er fastsat til 1,5800 pr. 13. marts 2013.

4.6.4.3 Risikopræmie¹²⁶

Risikopræmien defineres som det tillæg, investorerne kræver for at investere i aktier, i forhold til at investere i risikofrie aktier som statsobligationer. Udfra en analyse foretaget af PwC, hvor et antal investorer spørges om deres skøn over risikopræmien, har man på baggrund af investorernes besvarelser anvendt et vejet gennemsnit af resultaterne. Den gennemsnitlige risikopræmie, har siden 1998 ligget nogenlunde konstant på 4 %¹²⁷. I forbindelse med efterslæbet af finanskrisen, har PwC foretaget en nyere undersøgelse i 2008, af den gennemsnitlige risikopræmie.

¹²² Figur 2.0.2.a (udvikling i aktiekursen de seneste 5 år)

¹²³ www.reuters.com

¹²⁴ www.nasdaq.com

¹²⁵ Litteratur C, side 51

¹²⁶ Litteratur C, side 51

¹²⁷ Litteratur D, side 52

Undersøgelsen viste en stigning på 0,7 %, med en samlet gennemsnitlig værdi på 4,7 %, stigningen skal ses i forbindelse med situationen på aktiemarkederne¹²⁸.

Endvidere kan resultaterne i forbindelse med denne metode, være meget spredte, da det er tale om et vejet gennemsnit. På baggrund af den seneste undersøgelse af risikopræmien, er denne fastsat til 4,7 % anvendt.

4.6.4.4 Ejernes afkastkrav til TORM A/S¹²⁹

Egenkapitalens afkastkrav kan nu beregnes, efter kendskab til de forskellige faktorer, ved hjælp af nedenstående formel.

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Hvor:

r_e = Ejernes afkastkrav

r_f = Risikofri rente

β = Beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie

$$r_e = 1,58 + 1,39[4,7]$$

$$r_e = 13,95$$

Egenkapitalens afkastkrav kan hermed fastsættes til 13,95 %, som senere vil blive anvendt til at udlede kapitalomkostningen Wacc.

4.6.4.5 Estimering af fiansielle forpligtelsers afkastkrav¹³⁰

Det fremgår at i perioden 2010 – 2011, er der sket en stigning i den effektive rente hos TORM A/S, hvilket ligeledes indikerer det risikotillæg långiverne har taget.

¹²⁸ Litteratur C, side 51

¹²⁹ Litteratur C, side 51

¹³⁰ Litteratur C, side 55

Det variable lån der udløber i 2020, på i alt 69 mio. USD. er således steget fra 2010 – 2011 med i alt 1,3 % point, svarende til en effektiv rente i 2011 på 4,9 %. Herudover er lånet som udløber i 2013, 811 mio. USD. ligledes steget med 1,6 % point svarende til en effektiv rente på 3,6 %¹³¹.

Det fremtidige risikotillæg forventes at være stigende, grundet TORM A/S, finansielle position, og den negative udvikling i virksomhedens nøgletal, hvorfor risikotillæget fastsættes til 6,02 %.

Långiverne vil opfatte TORM A/S, som en risikofyldt investering, og vil derfor kræve en højere rente, som kompensation for risikoen ved, at TORM A/S ikke er i stand til at tilbagebetale lånet¹³².

De finansielle forpligtelsers afkastkrav kan udledes ved hjælp af nedenstående formel.

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t)$$

Hvor:

r_f = Risikofrie rente

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

t = Selskabsskatteprocenten

Da det er konstateret at den effektive skatteprocent blev opgjort til 0,4 % i 2011, og den fremtidige budgettering er fastsat til 1 %, er dette forhold ikke medtaget i formelen da dette anses som værende uvæsentligt.

$$r_g = (1,58 \% + 6,02 \%) = 7,60 \%$$

De finansielle forpligtelsers afkastkrav kan hermed fastsættes til 7,60 %, som senere vil blive anvendt til at udlede kapitalomkostningen Wacc.

4.9 Bestemmelse af kapitalomkostningen

På baggrund af nedenstående formel, kan vi nu udlede Wacc, da vi i de foregående afsnit har identificeret de forskellige faktorer, som indgår i udledningen af wacc.

4.7 Udlendning af wacc

$$\left(\frac{125.944.000}{1.901.083.000} \times 13,95\% \right) + \left(\frac{1.775.139.000}{1.901.083.000} \times 7,60 \% \right) = 8,02 \%$$

¹³¹ TORM årsregnskab 2011, side 71

¹³² Litteratur C, side 56

Ifølge TORM A/S' egen beregning af Wacc, er denne udledt til at være 8,0 %¹³³. Den udledte beregning ligger meget tæt op af selskabets egen vurdering, hvorfor den udledte Wacc vurderes som værende klausibel.

4.10 Værdiansættelse af TORM A/S

For at kunne beregne virksomhedsværdien af TORM A/S, vil der blive anvendt den indirekte FCFF model, som tilbagediskonterer det frie cash flow, som står til rådighed for aktionærerne.

Værdien af TORM A/S, kan udledes ved hjælp af følgende formel¹³⁴.

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1 + r_{wacc})^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} - V^{NFF}$$

Med udgangspunkt i ovenstående formel for FCFF-modellen kan beregningen af værdiansættelsen af TORM A/S påbegyndes. Nedenstående figur viser værdiansættelsen af TORM A/S.

Værdiansættelse ud fra FCFF-modellen i USD'000							
	Nuværende periode	Budgetperiode					Terminal periode
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
DO		-138.006	-117.668	-80.362	29.937	84.532	85.315
NDA	2.368.729	5.055.110	3.481.823	3.692.287	3.950.747	4.029.762	4.017.781
FCFF = DO - ΔNDA		2.548.375	1.690.955	130.102	288.398	163.547	73.334
Diskonteringsfaktor		1,0802	1,1669	1,2604	1,3615	1,4708	
1,081		2.686.381	1.573.287	210.464	258.460	79.015	-11.980
PV FCFF		2.359.148	1.449.158	103.219	211.816	111.199	
PV FCFF t.o.m 2016	1.336.223						1.217.977
Terminalværdi (TV)	828.129						
Virksomhedsværdi	2.164.353						
-NFF	1.775.139						
Egenkapitalværdi	389.214						
Værdi pr. aktie.							
USD	5,35						

Figur 4.10 a¹³⁵

¹³³ TORM årsregnskab, side 67

¹³⁴ Litteratur C, side 36



Ved hjælp af figur 4.10 a, er værdiansættelsen af TORM A/S udledt pr. 13 marts 2013. Værdien pr. aktie er opgjort til 5,35 USD.

4.10.1 Sammenfatning

Den samlede markedsværdi af TORM A/S, kan herefter opgøres til $(5,35 \text{ USD} * 72,8 \text{ mio aktier})$ 2.164.353 mio. USD. Ved offentliggørelsen af TORM A/S, regnskab den 13. marts 2013, var prisen pr. aktie 1,73 USD¹³⁶ på Nasdaq OMX. På baggrund af de forudsætninger der blev opstillet for den fremadrettede budgettering, kan det konkluderes at aktien er undervurderet.

Dette begrundes ved aktiekursen bør ligge på 5,35 USD., iht. beregningen. Værdiansættelsen er dog ikke bedre, end de forudsætninger der er opstillet i budgettet, og aktieprisen er derfor meget afhængig af disse input, hvorfor den beregnede aktiepris ligeledes er behæftet med stor usikkerhed, og en investering i TORM A/S, vil derfor være behæftet med stor risiko, grundet de usikkerheder der er i virksomheden og dens omverden.

4.11 Følsomhedsanalyse ved udsving i fragtraterne

I henhold til kapitel 2, blev der identificeret flere omverdensfaktorer, der påvirkede udsvingene i fragtraterne igennem 2011. I forbindelse med det Arabiske Forår, så man feks. store udsving i fragtraterne, sammen med forskellige naturkatastrofer, som de store oversvømmelser i Australien og Tsunamien i Japan. Efter at store dele af mellemøsten, har afsat tidligere diktatorer, herunder den tidligere Egyptiske præsident og Libyens diktator, er de olieproducerende lande præget af større optimisme og stabilitet, hvorfor det må forventes at det medfører en positiv udvikling i fragtraterne. Nedenstående viser de forskellige scenarier, hvor en stigning i terminalvæksten, på baggrund af udsvingninger i fragtraterne, vil lede os til en anden virksomhedsværdi af TORM A/S.

¹³⁵ Litteratur C, side 334

¹³⁶ <http://www.nasdaq.com/symbol/trmd/historical>

4.11.1 Worst and Best Case Matrix

Effekt på værdi ved ændring i WACC og terminalvækst					
Værdi af Torm A/S i USD'000					
WACC	Terminalvækst				
	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
7,02%	2.022.030	2.196.295	2.387.902	2.599.576	2.834.648
7,52%	1.945.004	2.098.676	2.266.253	2.449.714	2.651.434
8,02%	1.879.451	2.016.318	2.164.353	2.325.592	2.501.219
8,52%	1.822.928	2.098.676	2.078.180	2.221.055	2.375.785
9,02%	1.773.638	2.196.295	2.003.899	2.131.768	2.269.431

Figur 4.11.1 a

Effekt på værdi ved ændring i WACC og terminalvækst					
Ændring i Værdi af Torm A/S i USD'000					
WACC	Terminalvækst				
	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
7,02%	-142.323	31.942	223.549	435.223	670.295
7,52%	-219.349	-65.677	101.900	285.361	487.081
8,02%	-284.902	-148.035	0	161.239	336.866
8,52%	-341.425	-65.677	-86.173	56.702	211.432
9,02%	-390.715	31.942	-160.454	-32.585	105.078

Figur 4.11.1 b

4.11.2 Sammenfatning

På baggrund af ovenstående følsomhedsanalyse, kan det konstateret, at små ændringer i de to ovenstående variable medfører en væsentlig ændring i virksomhedens værdi. Terminalvæksten blev fastsat til 2 % jf. afsnit 4.3.1. Følsomhedsanalysen, viser best case ved en stigning i terminalvæksten på mere end 2 % op til 2,5 %, og illustrerer worst case hvor terminalvæksten er 1,5 % op til 2 %. Ved udsving på +/- 0,5 % i den opstillede følsomhedsanalyse, leder det os frem til forskellige værdier, som indikerer følsomheden ved værdiansættelsen af TORM A/S, og ligeledes bekræfter fragtraternes store betydning for værdiansættelsen, da det forudsættes at en stigning eller et fald i terminalvæksten er et udtryk for udviklingen i fragtraterne.

Efter den udarbejdede analyse, kan det ligeledes nævnes, at der er flere andre faktorer som har en ligeså væsentlig indvirkning på værdiansættelsen af TORM A/S, herunder udviklingen i den variable rente, på den store rentebærende gæld, udsvingninger i USD., kursen og udviklingen i bunkers omkostninger.

4.12 Delkonklusion

I forbindelse med gennemgangen af kapitel 4, fremkommer den beregnede virksomhedsværdi 2.164.353 USD'000 pr. 13. marts 2013. Værdien er beregnet på baggrund af de indsatte budgetforudsætninger, som danner grundlag for proforma regnskabet.

Det fastlagte budget er sammensat på baggrund af de informationer, der blev udledt i kapitel 2 (Strategisk analyse) og kapitel 3 (Regnskabsanalyse).

Det frie cash flow, blev sammensat af DO – Δ ND. Den udledte wacc, var funktionen af ejernes afkastkrav og de finansielle forpligtelsers afkastkrav. Virksomhedsværdien – NFF udtrykker egenkapitalsværdien af TORM A/S, og værdien af egenkapitalen sammensættes af 72,8 mio. aktier, hvilket giver en aktiekurs på i alt 5,35 USD. pr. aktie. Den beregnede aktieværdi er sammenholdt, med aktieværdien på Nasdaq, som viste aktien er undervurderet.

Undervurderingen af aktien, kan skyldes de store problemstillinger shipping branchen står overfor, samtidig med de store finansielle problemstillinger der eksisterer internt i TORM A/S, herunder den store kortfristede gæld på 1,8 milliard USD., jf. bilag 3.6 reformuleret balance.

Følsomhedsanalysen blev opstillet for at analysere hvilken effekt ændringerne i fragtraterne har på værdiansættelsen af TORM A/S, på baggrund af en stigning i terminalvæksten. Analysen viste at ændringer i disse to variable medvirker til en markant ændring i værdien af TORM A/S.

4.13 En mulig køber af TORM A/S

Såfremt TORM A/S, ikke formår at vende den finansielle krise, og oparbejde en fornuftig lønsomhed i gennem organisationen, kan sidste udvej være et salg af virksomheden. Et salg af denne størrelse virksomhed kræver at køberen, har kapitalen til rådighed, samtidig med at aktiviteterne i TORM A/S, skal kunne indgå i den allerede eksisterende virksomhed.

AP Møller Mærsk, kunne godt tænkes, at være en mulig køber af TORM A/S, da de i forbindelse med Mærsk Tankers, kunne udvide deres flåde ved et eventuelt opkøb af virksomheden. Mærsk Tankers, betegnes herudover som et af verdens førende virksomheder indenfor tankdivisionen¹³⁷. Under den strategiske analyse, blev der identificeret flere omverdensfaktorer som kunne medfører en fremtid vækst i markedet for produkttankdivisionen og tørlastdivisionen.

¹³⁷ [https://da.wikipedia.org/wiki/A.P. M%C3%B8ller - M%C3%A6rsk](https://da.wikipedia.org/wiki/A.P._M%C3%B8ller_-_M%C3%A6rsk)



Udviklingen i landenes BNP, og den generelle befolkningstilvækst, ville medfører at behovet for transporten af gods i fremtiden, formentlig ville stige. AP Møller Mærsk ville med dette strategiske opkøb af TORM A/S, få en unik mulighed, for at udvide den allerede eksisterende flåde, meget hurtigt, og undgå de omtalte leveringstider på nye skibe der eksisterer i branchen.

AP Møller Mærsk, ville i den forbindelse opnå en større moderne flåde, da et af nøgleordene i TORM A/S, netop er at opretholde en meget moderne skibsflåde, hvilket ligeledes blev identificeret ved de løbende investeringer TORM A/S, foretager i de operative skibe.

AP Møller Mærsk har tidligere foretaget lignende opkøb af virksomheder, blandt andet ved opkøbet af det svenske rederi Brostrøm tilbage i 2009. Ved dette opkøb udtalte AP Møller Mærsk blandt andet at virksomheden nu var i stand til at tilbyde deres kunder en forbedret service på verdensplan med en stor moderne homogen flåde¹³⁸. AP Møller Mærsk ville derfor med et opkøb af TORM A/S, bibeholde en stor moderne flåde, og udvide deres flåde, med moderne skibe fra TORM A/S.

4.13.1 Shippingbranchen, uden TORM A/S

Såfremt et salg TORM A/S, realiseres ville shippingbranchen miste en historisk virksomhed der har været i branchen i mere end 120 år. Det interessante ved et marked uden TORM A/S, er om der ville ske en ændring i konkurrencesituationen. Alt afhængig af hvem der opkøber TORM A/S, ville det medføre en betydelig udvidelse af flåden, da TORM A/S besidder 66 tankskibe og 2 tørlastskibe. Konkurrencen må dog forventes at være ligeså hård, som den er på nuværende tidspunkt. På den mellemlange sigt 3 – 5 år, ville den købende virksomhed nok være i stand til at udvide deres markedsandele, og være i stand til at opnå konkurrence mæssige stordriftsfordele. Billedet af shippingbranchen uden TORM A/S, ville nok først rigtig kunne forudsiges, når markedet bliver mere stabilt, og fragtraterne finder et mere fast leje.

¹³⁸ Artikel (Mærsk får tilladelse til opkøb af Brostrøm)



4.14 Hovedkonklusion

Efter udarbejdelsen af specialet, blev der i forbindelse med gennemgangen af den strategiske analyse i kapitel 2, identificeret TORM A/S interne styrker og svagheder.

TORM A/S, er et af verdens ældste shippingvirksomheder, med et stærkt brand og et godt omdømme. TORM A/S, er en virksomhed der er meget bevidst omkring deres omverden, herunder bla Co2 udledningen i forbindelse med deres flådeaktiviteter, og deres landbaserede lokationer i hele verden.

TORM A/S, har ligeldes iværksat en ny strategi "Changing Trim", som skal være med til at gøre virksomheden mere lønsom, og gøre dem i stand til at kunne modstå eventuelle fremtidige svingninger i markedet. TORM A/S, investerer løbende i deres flåde for at kunne udvinde yderligere motorkraft, og derved forbedre effektiviteten i flådens sejlladser.

Herudover er der identificeret flere interne svagheder i TORM A/S, som virksomheden i fremtiden skal forsøge at minimere. Den store rentebærende gæld, er en stor risiko faktor, da finansieringen af flåden sker ved optagelse af lån. Disse lån der optages, er alle optaget med en variable rente, hvilket medfører stor usikkerhed om den fremtidige renteudgift. Et udsving i den variable rente med 1 % -point, ville medføre en rentestigning på ialt 5 mio. USD. på baggrund af den store gæld der eksisterer i TORM A/S.

I forbindelse med PEST analysen blev det påvist at de politiske uroligheder, der opstod i flere forskellige lande. Det Arabiske Forår medførte en stigning i oliepriserne, og da TORM A/S primære forretning er tankdivisonen påvirkede det virksomheden negativt. Ligeledes er TORM A/S, også præget af de økonomiske konjunkturer, som man kunne se under den globale finanskrisen, der medførte en markant nedgang i omsætningen, og trak yderligere på likviditeten i virksomheden. Udfra de økonomiske faktorer, blev der identificeret flere positive signaler i den økonomiske udvikling, blandt andet udviklingen i BNP, som formentlig vil aflede en stigende efterspørgsel på transport, som vil påvirke TORM A/S positivt. Denne positive udvikling i landenes BNP skal ligeledes ses i sammenhæng med den stigende befolkningstilvækst, der formentlig vil påvirke efterspørgslen positivt. Ligeledes blev analysen foretaget på en af konkurrenterne til TORM A/S, og det blev her konkluderet at det er de samme omverdensfaktorer som præger Norden.

I forbindelse med omverdensanalysen, blev de faktorer der påvirker fragtraternes udsvingninger identificeret og fragtraternes udsvingninger var blandt andet påvirket af oversvømmelsen i Queensland Australien og Tsunamien i Japan. De naturmæssige katastrofer har været en af årsagerne til fragtraternes udsvingninger, sammen med svingningerne i de økonomiske konjunkturer. Fragtraterne er endvidere påvirket af overkapaciteten på tonnage, som har medvirket til faldende fragtrater. TORM A/S investerede i 2007, i udvidelse af skibe som efterfølgende viste sig at være unødvendig på grund af finanskrisen, der for alvor slog igennem i 2008.

Konkurrencesituationen i shippingbranchen er meget intens, og der er flere udbydere der kæmper om færre sejlads på baggrund af den faldende efterspørgsel, og på grund af de forskellige adgangsbarriere der er i shippingbranchen.

I forbindelse med udarbejdelse af regnskabsanalysen i kapitel 3, blev den økonomiske udvikling i TORM A/S gennemgået fra 2007 – 2011.

Analysen viste at TORM A/S' rentabilitet er blevet forringet igennem analyse perioden, på nær 2008, hvor det lykkedes at realisere den højeste nettoomsætning igennem virksomhedens historie tidspunkt. TORM A/S', ROE endte på -54 % i 2011, hvilket må siges at være meget ugunstigt for ledelsen i TORM A/S. Den negative udvikling i ROE, er ligeledes afhængig af de underliggende drivere ROIC og FGEAR.

OG i TORM A/S, som påvirker ROIC, har ligeledes været faldende, og skyldtes blandt andet den store stigning i Havneomkostninger bunkers og kommissioner, samt den negative post værdiforringelse ved salg af skibe.

Den negative OG, ses i sammenhæng med OGandet, der grundet den store nedskrivning på i alt 187 mio. USD. i flåden, medvirkede kraftigt til den negative OG på -31 %. Den meget negative udvikling i FGEAR, fra 64 % i 2007 til 207 % i 2011, er blandt andet en af de primære årsager til den negative ROE i 2011, sammen med den store rentebærende gæld på 1,8 milliard USD. Udviklingen i TORM A/S', rentabilitet blev ligeledes sammenholdt med Norden, for at vurdere om den negative udvikling er generel for shippingbranchen. De beregnede nøgletal for Norden viste den samme negative udvikling i bla. ROE, ROIC FGEAR og OG, som TORM A/S.



Norden, har dog i 2011 været i stand til at fastholde en positiv OG. Den store forskel i OG mellem Norden og TORM A/S, er at TORM i 2011, foretog store nedskrivninger i flåden som var en af de primære årsager til den negative OG hos TORM A/S.

I forbindelse med værdiansættelsen af TORM A/S, blev budgetperioden fastsat til 5 år. Efter en dybdegående gennemgang af kapitel 2 (Strategisk analyse) og kapitel 3 (Regnskabsanalyse), blev budgetforudsætningerne fastlagt. Disse budgetforudsætninger blev efterfølgende indarbejdet i proforma regnskabet, som viste værdien af den aktuelle egenkapital. Wacc blev udregnet til 8,02 %, hvilket var meget tæt på TORM A/S egen beregning af wacc i 2011.

I forbindelse med værdiansættelsesmodellen FCFF, blev aktieprisen udregnet til 5,35 USD., den 13. marts 2013, hvilket indikerer at aktien er undervurderet, da den officielle aktiekurs den 13. marts 2013, jf. Nasdaq OMX var 1,73 USD. Årsagen til denne undervurdering af aktien, skal ses i sammenhæng, med de ukendte faktorer der præger TORM A/S, finansielle situation, og de omverdensfaktorer som har en stor påvirkning på virksomheden og udsvingene i fragtraterne.

Ligeledes blev der udarbejdet forskellige scenarieanalyser, hvor det blev påvist at såfremt salgsvæksten ændrer sig positivt på baggrund af stigende fragtrater, vil dette have en markant indvirkning på værdien af TORM A/S. Herudover vurderes det at den opstillede wacc, og den givne terminalvækst er det mest retvisende billede af værdien af TORM A/S. Endeligt, blev der i forbindelse med værdiansættelsen givet et bud, på hvem der evt. kunne være en interesseret køber af TORM A/S, såfremt den negative udvikling i virksomheden skulle fortsætte. AP Møller Mærsk blev vurderet til at kunne foretage et sådan opkøb, da virksomheden tidligere har foretaget opkøb af andre shippingsselskaber, samtidig med at AP Møller Mærsk besidder kapitalen til et opkøb af TORM A/S.

5.0 Litteraturliste

5.1 Artikler

- Titel: Miljø og energieffektive maritime løsninger
Forfatter: Danmarks Rederiforening
URL adresse: <http://fivu.dk/aktuelt/temaer/inno/modtagede-indspil/et-effektivt-og-konkurrencedygtigt-samfund/transport-logistik-og-livsrum/miljo-og-energieffektive-maritime-losninger936c5a0d955247598c75ab481ba62069>
- Titel: Overraskende spring i rater
Forfatter: Ritzau finans
URL adresse: <http://www.top1000.dk/nyheder/container-overraskende-spring-i-rater>
- Titel: Finanskrisefald i shipping og rederi
Forfatter: Rederi og Shipping
URL adresse: <http://www.top1000.dk/brancher/rederi-og-shipping/beskrivelse>
- Titel: Spådom: Shippingkrise frem til 2027
Forfatter: Søfart
URL adresse: <http://soefart.dk/?art=1666>
- Titel: A.P. Møller og Torm bag pool samarbejde
Forfatter: Berlingske Business
URL adresse: <http://www.business.dk/evb-archive/a.-p.-moeller-og-torm-bag-pool-samarbejde>
- Titel: Vagter skød dansk skib fri af piratangreb
Forfatter: Ritzau
URL adresse: <http://politiken.dk/erhverv/ECE1409153/vagter-skoed-dansk-skib-fri-af-piratangreb/>
- Titel: Vesten forsømmer Det Arabiske Forår
Forfatter: Information
URL adresse: <http://www.information.dk/270692>
- Titel: Svingende fragtrater vil præge 2013
Forfatter: Shippingwatch
URL adresse: <http://shippingwatch.dk/Rederier/article5152027.ece>
- Titel: Nedjusteringer rammer dansk eksport hårdt
Forfatter: DI organisation for erhvervslivet
URL adresse: <http://www.e-pages.dk/di/75182462/>



Titel: Miljø og energieffektive maritime løsninger
Forfatter: Danmarks rederiforening
URL adresse: <http://fivu.dk/aktuelt/temaer/inno/modtagede-indspil/et-effektivt-og-konkurrencedygtigt-samfund/transport-logistik-og-livsrum/miljo-og-energieffektive-maritime-losninger936c5a0d955247598c75ab481ba62069>

Titel: FAKTA Derfor falder fragtraterne
Forfatter: Børsen
URL adresse: <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/31578/artikel.html>

Titel: Nordic Bulk Carriers fordobler flåden på Nordøstpassagen
Forfatter: Shippingwatch
URL adresse: <http://shippingwatch.dk/Rederier/article5129056.ece>

Titel: Frederiksen bestiller flere produkttankskibe
Forfatter: Shippingwatch
URL adresse: <http://shippingwatch.dk/Rederier/article5191388.ece>

Titel: Danske skibe kapret af pirater ved Somalia
Forfatter: Politikken
URL adresse: http://politiken.dk/indland/fakta_indland/ECE1758668/fakta-danske-skibe-kapret-af-pirater-ved-somalia/

Titel: Dansk handelsskib forsøgt kapret
Forfatter: DR.DK
URL adresse: <http://www.dr.dk/Nyheder/Indland/2012/12/16/1216152003.htm>

Titel: Mærsk får tilladelse til opkøb af Brostrøm
Forfatter: BT
URL adresse: <http://www.bt.dk/nyheder/maersk-faar-tilladelse-til-opkoeb-af-brostroem>

5.2 Publikationer og andre udgivelser

Titel: Dobbeltskrogede tankskibe
Forfatter: Søfartsstyrelsen
URL adresse: <http://www.soefartsstyrelsen.dk/Skibe/Olietransporter/Sider/Dobbeltskrogedetankskibe.aspx>

Titel: TORM A/S, årsregnskab for perioden 2007 – 2011.
Forfatter: TORM A/S
URL adresse: <http://www.torm.com/annual-reports>

Titel: Dampskibsselskabet Norden, årsregnskab for perioden 2007 – 2011.
Forfatter: Dampskibsselskabet Norden
URL adresse: <http://www.ds-norden.com/investor/reportspresentations/reportsandwebcasts/>

5.3 Bøger

Litteratur A

Titel: Revisor ansvar 7 udgave
Forfatter: Lars Bo Langsted, Paul Kruger Andersen og Lars Kiertzner
Forlag: Thomson Reuters

Litteratur B

Titel: Finansiell rapportering – Teori og Regulering 2 udgave
Forfatter: Jens O. Elling
Forlag: Gjellerup

Litteratur C

Titel: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 3. udgave 2011
Forfatter: Ole Sørensen
Forlag: Gjellerup

Litteratur D

Titel: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 2. udgave 2005
Forfatter: Jens O. Elling og Ole Sørensen
Forlag: Gjellerup

Litteratur E

Titel: Regnskabsanalyse for beslutningstagere 2005. udgave
Forfatter: Christian V. Petersen, Thomas Plensborg
Forlag: Forlaget Thomson

Litteratur F

Titel: Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, 4 udgave
Forfatter: Tim Koller, Marc Goedhart og David Wessels
Forlag: John Wiley & Sons Inc.

5.4 Billagsoversigt

Bilag 3.5 reformulerede opgørelser for Norden / Officielle regnskabstal

Reformuleret egenkapital i USD 1.000 Norden						
Årstal	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Egenkapital saldo pr. 1.1 (primo)	1.998.053	1.805.013	1.700.378	1.311.200	713.538	611.203
Transaktioner med ejerne						
Køb af egne aktier	-31.556	-7.566	-9.960	-37.997	-69.335	-4.527
Ekstraordinært udbytte	0	0	0	14.337	0	0
Salg af egne aktier	0	0	143	0	0	930
Udloddet udbytte	-68.946	-55.621	-103.117	-325.647	-42.218	-78.284
Udbytte for egne aktier	5.240	2.916	5.493	15.116	3.338	3.742
Aktiebaseret vederlæggelse	4.141	3.741	5.180	6.652	2.808	737
Netto dividende	-91.121	-56.530	-102.261	-327.539	-105.407	-77.402
Totalindkomst						
Årets totalindkomst	87.487	249.570	206.896	716.717	705.498	176.506
Indregnet direkte på egenkapitalen	0	0	0	0	0	3.231
I alt	87.487	249.570	206.896	716.717	705.498	179.737
Egenkapital saldo reformuleret ultimo	1.994.419	1.998.053	1.805.013	1.700.378	1.313.629	713.538

Reformuleret balance i USD 1.000 Norden						
Årstal	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Driftsaktiver						
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Immaterielle anlægsaktiver	0	0	0	0	0	0
Ejendom og driftsmidler	55.166	54.638	55.841	56.963	5.571	3.975
Skibe	409.698	303.529	497.613	436.865	277.814	329.166
Finansielt leasede skibe	0	0	0	0	0	26.808
Driftsmateriel og inventar	0	0	0	0	4.436	4.177
Forudbetaling på skibe og nybygninger	1.362	61.678	442.526	397.836	281.318	97.117
Kapitalandele i dattervirksomheder	1.148.620	1.070.883	0	0	0	0
Kapitalandele i joint ventures	2.795	3.918	31.770	30.855	20.755	17.532
Andre tilgodehavender	0	0	0	0	0	3.981
Beholdninger	76.637	42.284	31.504	23.172	44.988	26.091
Fragttilgodehavender	81.754	67.842	76.645	108.301	87.738	53.090
Andre tilgodehavender	48.213	34.644	58.041	15.604	55.222	18.902
Periodeafgrænsningsposter	46.709	50.154	47.764	87.969	119.174	36.658
Tilgodehavender hos dattervirksomheder	50.276	4.080	0	0	0	0
Tilgodehavender hos joint ventures	424	274	0	8.508	9.008	7.320
Selskabsskat	307	1.669	0	0	4.876	39
Aktiver bestemt for salg	0	0	54.547	46.852	75.983	18.014
Driftsaktiver i alt (DA)	1.921.961	1.695.593	1.296.251	1.212.925	986.883	642.870
Driftsforpligtelser						
Hensættelse til doking	0	0	0	0	0	200
Modtagne forudbetalinger på skibe til videralg	0	0	0	28.100	16.600	3.981
Leverandører af varer og tjenesteydelser	108.431	73.780	66.452	91.237	84.510	40.209
Gæld til tilknyttede virksomheder	1.340	45.964	0	0	0	0
Gæld til Joint ventures	0	23.000	6.580	0	0	0
Selskabsskat	0	0	1.064	4.168	0	0
Anden gæld	32.731	26.588	17.106	85.250	14.986	17.876
Periodeafgrænsningsposter	19.536	31.521	33.448	29.668	61.205	24.037
Forpligtelser relateret til aktiver bestemt for salg	0	0	38.425	34.066	46.959	0
Driftgæld i alt (DF)	162.038	200.853	163.075	272.489	224.260	86.303
Nettodriftsaktiver (NDA)	1.759.923	1.494.740	1.133.176	940.436	762.623	556.567
Finansielle aktiver (FA)						
Likvide beholdninger	328.165	523.473	710.884	806.717	619.388	314.943
Værdipapirer	71.324	38.150	24.563	22.022	3.172	2.738
Finansielle aktiver (FA) i alt	399.489	561.623	735.447	828.739	622.560	317.681
Finansielle forpligtelser (FF)						
Bankgæld (langfristet)	135.017	14.666	58.423	63.610	68.796	84.748
Bankgæld (kortfristet)	30.043	43.757	5.187	5.187	5.187	33.118
Danmarks skibskredit	0	0	0	0	0	19.177
Leasingforpligtelser	0	0	0	0	0	23.667
Finansielle forpligtelser (FF) i alt	165.060	58.423	63.610	68.797	73.983	160.710
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	-234.429	-503.200	-671.837	-759.942	-548.577	-156.971
Grandtotal	1.994.352	1.997.940	1.805.013	1.700.378	1.311.200	713.538
Egenkapital pr. 31.12.	1.994.419	1.998.053	1.805.013	1.700.378	1.313.629	713.538
Kontrol	-67	-113	0	0	-2.429	0
(Differencen er under det fastsatte væsentlighedsniveau på 45 mio. USD i alle årene, hvorfor der ikke foretages yderligere.)						



Reformuleret resultatopgørelse i USD. 1.000 NORDEN						
	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Omsætning	2.272.819	2.189.606	1.675.863	4.246.815	2.933.140	1.234.197
Driftsomkostninger skibe	-2.006.357	-1.884.085	-1.486.706	-3.645.124	-2.333.550	-1.026.121
Bruttoresultat	266.462	305.521	189.157	601.691	599.590	208.076
Personaleomkostninger	-69.014	-56.442	-50.666	-63.638	-51.742	-31.874
Andre eksterne omkostninger	-16.215	-12.975	-13.862	-24.043	-15.548	-10.385
Salgsavancer for skibe	-242	28.148	69.576	289.972	163.132	55.409
Af og nedskrivninger	-81.185	-49.537	-39.494	-31.630	-19.567	-20.318
DO fra slag før skat	99.806	214.715	154.711	772.352	675.865	200.908
Skat på DO	-5.541	-5.973	-7.327	-12.695	-21.957	-11.468
DO fra slag efter skat	94.265	208.742	147.384	759.657	653.908	189.440
Resultat af Joint ventures	-530	4.372	965	8.580	1.611	1.379
Andre driftsindtægter	5.213	3.456	1.018	-8.341	5.192	248
Værdireg. af sikringsinstrumenter	-12.026	4.339	-13.243	13.583	1.729	3.086
Dagsværdiregulering af værdipapirer	11.720	429	2.538	-4.696	429	144
Skat på dagsværdireg.	0	0	395	0	0	0
Totalindkomst fra driften (DO)	98.642	221.338	139.057	768.783	662.869	194.297
Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter	-14.897	30.771	60.764	-81.133	19.884	-26.985
Finansielle omkostninger	-5.762	-8.857	-8.227	-5.125	-6.339	-7.297
Finansielle indtægter	9.504	6.328	15.302	34.192	29.084	19.722
Totalindkomst	87.487	249.580	206.896	716.717	705.498	179.737
Totalindkomst jf. REF. EK. opgørelse	87.487	249.570	206.896	716.717	705.498	179.737
Kontrol	0	10	0	0	0	0
(Differencen er under det fastsatte væsentlighedsniveau på 45 mio. USD i alle årene, hvorfor der ikke foretages yderligere.)						

Officiel balance i USD. 1.000 Norden						
Aktiver	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Ejendom og driftsmidler	55.166	54.638	55.841	56.963	5.571	3.975
Skibe	409.698	303.529	497.613	436.865	277.814	329.166
Finansielt leasede skibe	0	0	0	0	0	26.808
Driftsmateriel og inventar	0	0	0	0	4.436	4.177
Forudbetaling på skibe og nybygninger	1.362	61.678	442.526	397.836	281.318	97.117
Materielle aktiver	466.226	419.845	995.980	891.664	569.139	461.243
Kapitalandele i dattervirksomheder	1.148.620	1.070.883	0	0	0	0
Kapitalandele i joint ventures	2.795	3.918	31.770	30.855	20.755	17.532
Andre tilgodehavender	0	0	0	0	0	3.981
Finansielle aktiver	1.151.415	1.074.801	31.770	30.855	20.755	21.513
Langfristede aktiver i alt	1.617.641	1.494.646	1.027.750	922.519	589.894	482.756
Beholdninger	76.637	42.284	31.504	23.172	44.988	26.091
Fragttilgodehavender	81.754	67.842	76.645	108.301	87.738	53.090
Tilgodehavender hos dattervirksomheder	50.276	4.080	0	0	0	0
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	0	0	0	0	0	0
Tilgodehavender hos joint ventures	424	274	0	8.508	9.008	7.320
Selskabsskat	307	1.669	0	0	4.876	39
Andre tilgodehavender	48.213	34.644	58.041	15.604	55.222	18.902
Periodeafgrænsningsposter	46.709	50.154	47.764	87.969	119.174	36.658
Tilgodehavender	304.320	200.947	213.954	243.554	321.006	142.100
Værdipapirer	71.324	38.150	24.563	22.022	3.172	2.738
Likvide beholdninger	328.165	523.473	710.884	806.717	619.388	314.943
Aktiver bestemt for salg	0	0	54.547	46.852	75.983	18.014
Kortfristede aktiver i alt	399.489	561.623	789.994	875.591	698.543	335.695
Aktiver i alt	2.321.450	2.257.216	2.031.698	2.041.664	1.609.443	960.551

Officiel balance i USD. 1.000 Norden						
Passiver	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Aktiekapital	6.833	7.087	7.087	7.087	7.087	7.321
Reserve for netto opskrivning efter indre værdis	1.128.236	1.051.146	0	0	0	0
Reserver	0	0	2.236	12.546	3.659	1.501
Overført resultat	829.347	876.189	1.795.620	1.680.673	1.300.380	702.325
Foreslået udbytte for regnskabsåret	29.936	63.563	0	0	0	0
Minoritetsinteresser	0	0	70	72	74	2.391
Egenkapital i alt	1.994.352	1.997.985	1.805.013	1.700.378	1.311.200	713.538
Bankgæld	135.017	14.666	58.423	63.610	68.796	84.748
Danmarks skibskredit	0	0	0	0	0	19.177
Leasingforpligtelser	0	0	0	0	0	23.667
Modtagne forudbetalinger på skibe til vidersalg	0	0	0	28.100	16.600	3.981
Langfristede forpligtelser	135.017	14.666	58.423	91.710	85.396	131.573
Bankgæld	30.043	43.757	5.187	5.187	0	20.000
Leverandører af varer og tjenesteydelser	108.431	73.780	66.452	91.237	84.510	40.209
Gæld til tilknyttede virksomheder	1.340	45.964	0	0	0	0
Gæld til Joint ventures	0	23.000	6.580	0	0	0
Hensættelse til doking	0	0	0	0	0	200
Afdrag på langfristede forpligtelser indenfor et år	0	0	0	0	5.187	13.118
Selskabsskat	0	0	1.064	4.168	0	0
Anden gæld	32.731	26.588	17.106	85.250	14.986	17.876
Periodeafgrænsningsposter	19.536	31.521	33.448	29.668	61.205	24.037
Forpligtelser relateret til aktiver bestemt for salg	0	0	38.425	34.066	46.959	0
Kortfristede forpligtelser	192.081	244.610	168.262	249.576	212.847	115.440
Forpligtelser i alt	327.098	259.276	226.685	341.286	298.243	247.013
Passiver i alt	2.321.450	2.257.261	2.031.698	2.041.664	1.609.443	960.551

Resultatopgørelse i henhold til officielle årsrapporter USD. 1.000 Norden						
	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Omsætning	2.272.819	2.189.606	1.675.863	4.246.815	2.933.140	1.234.197
Andre driftsindtægter, netto	5.213	3.456	1.018	-8.341	5.192	248
Driftsomkostninger skibe	-2.006.357	-1.884.085	-1.486.706	-3.645.124	-2.333.550	-1.026.121
Andre eksterne omkostninger	-16.215	-12.975	-13.862	-24.043	-15.548	-10.385
Personaleomkostninger	-69.014	-56.442	-50.666	-63.638	-51.742	-31.874
EBITDA	186.446	239.560	125.647	505.669	537.492	166.065
Salgsavancer skibe mv.	-242	28.148	69.576	289.972	163.132	55.409
Afskrivninger	-81.185	-49.537	-39.494	-31.630	-19.567	-20.318
Resultatandele af joint ventures	-530	4.372	965	8.580	1.611	1.379
EBIT	104.489	222.543	156.694	772.591	682.668	202.535
Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	-14.897	30.771	60.764	-81.133	19.884	-26.985
Finansielle indtægter	9.504	6.328	15.302	34.192	29.084	19.722
Finansielle omkostninger	-5.762	-8.857	-8.227	-5.125	-6.339	-7.297
RESULTAT FØR SKAT	93.334	250.785	224.533	720.525	725.297	187.975
ÅRETS SKAT	-5.541	-5.973	-7.327	-12.695	-21.957	-11.468
ÅRETS RESULTAT	87.793	244.812	217.206	707.830	703.340	176.507

Nøgletal					
Niveau 3	2011	2010	2009	2008	2007
OG drivere					
Bruttoavance	12%	14%	11%	14%	20%
Personaleomkostninger	-3%	-3%	-3%	-1%	-2%
Andre eksterne omkostninger	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Resultat ved salg af skibe samt afskri	-4%	-1%	2%	6%	5%
OG fra salg (før skat)	4%	10%	9%	18%	23%
Skatteomkostning	0%	0%	0%	0%	-1%
OG fra salg (efter skat)	4%	10%	9%	18%	22%
OG andre poster (efter skat)	0%	1%	0%	0%	0%
OG	4%	10%	8%	18%	23%
AOH drivere (inverse)					
Immaterielle anlægsaktiver	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Materielle anlægsaktiver	0,18	0,21	0,31	0,09	0,11
Tilgodehavender fra salg	0,08	0,17	0,33	0,11	0,10
Øvrige kerne driftsaktiver	0,92	0,76	0,19	0,17	0,22
Sum	1,18	1,14	0,83	0,38	0,43
Hensatte forpligtelser	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Leverandører af varer og tjenesteydelse	0,04	0,03	0,05	0,02	0,02
Øvrige driftsforpligtelser	0,04	0,05	0,08	0,04	0,03
Sum	0,08	0,08	0,13	0,06	0,05
(1/AOH)	1,26	1,22	0,96	0,43	0,48
Netto driftskapital	0,12	0,20	0,37	0,13	0,12
Øvrig kerne NDA	1,14	1,02	0,59	0,30	0,36
1/ATO kerne NDA	1,26	1,22	0,96	0,43	0,48

Bilag 3.6 reformulerede opgørelser for TORM A/S / Officielle regnskabstal

Reformuleret egenkapital USD '000 TORM A/S						
Årstal	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Egenkapital saldo pr. 1.1 (primo)	1.115	1.247	1.279	1.081	1.281	905
Transaktioner med ejerne						
Udloddet ekstraordinært udbytte	-	-	-	-62	-	-
Køb af egne aktier kostpris	-	-	-	-	-	-10
Ekstraordinært udbytte	-	-	-	-	-369	-
Salg af egne aktier kostpris	-	-	-	-	-	-
Afgang af egne aktier	574	235	-	-	-	-
Tab af afgang egne aktier	-574	-235	-	-	-	-
Ekstraordinært udbytte for egne aktier	-	-	-	3	18	-
Udloddet udbytte	-	-	-51	-69	-76	-140
Udloddet udbytte for egne aktier	-	-	3	3	4	6
Valutakursregulering vedrørende udloddet udbytte	-	-	-	-	-	-
Udnyttelse af aktieoptioner	-	-	-	-	-	0
Aktiebaseret vederlæggelse	1	3	7	9	2	-
Foreslået udbytte for regnskabsåret	-	-	-	-	-	-
Netto dividende	1	3	-42	-115	-422	-144
Totalindkomst						
Årets totalindkomst	-473	-134	10	361	792	235
Indregnet direkte på egenkapitalen	-	-	-	-49	-569	286
I alt	-473	-134	10	313	222	520
Egenkapital saldo reformuleret ultimo	644	1.115	1.247	1.279	1.081	1.281

Reformuleret balance i USD '000 TORM A/S						
Årstal	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Driftsaktiver						
Goodwill	0	89.184	89.184	89.184	89.184	0
Immaterielle anlægsaktiver	1.903	2.086	2.269	2.451	7.481	0
Grunde & bygninger	1.976	3.626	3.687	3.713	4.169	374
Skibe og dokingsaktiver	2.258.550	2.560.079	2.390.391	2.325.863	2.169.832	1.136.408
Forudbetaling for skibe	69.250	227.062	273.860	272.731	259.454	183.348
Andre anlæg driftsmidler og inventar	8.176	9.504	10.734	9.214	5.884	3.575
Bunker	84.552	41.089	24.618	18.302	19.726	12.134
Udestående fragter	140.177	108.207	62.084	120.166	89.932	49.690
Andre tilgodehavender	26.037	12.728	16.825	72.013	36.966	21.500
Periodeafgrænsningsposter	11.731	20.385	13.558	14.684	4.240	4.546
Kapitalandele i fælles ledede virksomheder	50.259	72.929	122.968	130.468	0	0
Tilgodehavende hos fællesledede virksomheder	8.198	10.298	38.766	42.158	109.974	0
Aktiver bestemt for salg	21.236	0	44.353	0	0	0
Driftsaktiver i alt (DA)	2.682.045	3.157.177	3.093.297	3.100.947	2.796.842	1.411.575
Driftsforpligtelser						
Hensættelse til udskudt skat	53.711	54.339	54.951	55.117	55.588	62.787
Langfristede overtagne optionsforpligtelser vedr. Skibe	0	0	1.885	10.672	31.642	0
Langfristede overtagne time charter kontrakter	0	0	61	3.864	14.654	0
Leverandører af varer og tjenesteydelser	115.552	47.976	24.993	48.960	42.591	18.760
Skyldig selskabsskat	1.216	1.740	5.664	9.709	14.471	4.575
Anden gæld	84.904	70.211	82.891	179.823	44.073	26.004
Kortfristede overtagne optionsforpligtelser vedr. Skibe	84	1.885	1.801	0	17.378	0
Kortfristede overtagne time charter kontrakter	0	0	3.803	11.150	3.889	1.080
Periodeafgrænsningsposter	7.590	0	131	944	0	0
Driftgæld i alt (DF)	263.057	176.151	176.180	320.239	224.286	113.206
Nettodriftsaktiver (NDA)	2.418.988	2.981.026	2.917.117	2.780.708	2.572.556	1.298.369
Finansielle aktiver (FA)						
Likvide beholdninger	85.548	119.971	121.824	168.317	104.983	33.035
Andre finansielle aktiver (langfristet)	0	6.000	8.500	31.002	46.000	0
Andre finansielle aktiver (kortfristet)	0	0	400	10.700	0	0
Andre kapitalandele	11.614	2.960	3.190	6.387	11.029	644.409
Finansielle aktiver (FA) i alt	97.162	128.931	133.914	216.406	162.012	677.444
Finansielle forpligtelser (FF)						
Prioritetsgæld og banklån (langfristet)	0	1.750.371	1.629.250	1.505.797	884.579	639.065
Prioritetsgæld og banklån (kortfristet)	1.794.644	211.334	141.520	212.368	768.759	55.902
Finansielle leasingforpligtelser (langfristet)	29.361	30.977	31.754	0	0	0
Finansielle leasingforpligtelser (kortfristet)	48.296	1.986	1.808	0	0	0
Finansielle forpligtelser (FF) i alt	1.872.301	1.994.668	1.804.332	1.718.165	1.653.338	694.967
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	1.775.139	1.865.737	1.670.418	1.501.759	1.491.326	17.523
Grandtotal	643.849	1.115.289	1.246.699	1.278.949	1.081.230	1.280.846
Egenkapital pr. 31.12.	643.849	1.115.289	1.246.699	1.278.949	1.081.230	1.280.846
Afvigelse	0	0	0	0	0	0

Reformuleret resultatopgørelse i USD '000 TORM A/S						
	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Omsætning	1.305.208	856.075	862.251	1.183.594	773.612	603.717
Havneomkostninger, bunkers og kommissioner	-675.004	-298.830	-217.356	-264.050	-172.182	-148.943
Afledte finansielle instrumenter, vedrørende fragt og bunkers	14.105	3.339	-11.952	-13.586	2.894	620
Bruttoresultat	644.309	560.584	632.943	905.958	604.324	455.394
Administrationsomkostninger	-71.222	-78.161	-78.194	-89.906	-54.960	-34.594
Driftsomkostninger	-164.949	-152.207	-169.556	-174.333	-115.547	-77.624
Charterhyre	-398.326	-228.631	-220.880	-193.829	-154.852	-106.329
Resultat ved salg af skibe	-52.538	1.871	33.145	82.813	0	54.362
Afskrivninger	-144.826	-141.410	-132.775	-126.068	-89.083	-58.915
DO fra salg før skat	-187.552	-37.954	64.683	404.635	189.882	232.294
Skat på DO	-1.621	982	1.686	1.279	-12.531	-6.574
DO fra salg efter skat	-189.173	-36.972	66.369	405.914	177.351	225.720
Resultatandele i fælles kontrollerede virksomheder	-4.217	-11.453	-2.256	27.122	-6.058	0
Andre driftsindtægter	3.170	4.788	7.331	14.493	15.167	9.839
Tab ved værdiforringelse af fælles kontrollerede virksomheder	-13.000	-35.000	-20.000	0	0	0
Tab ved værdiforringelse af materielle og immaterielle anlægsaktiv	-187.000	0	0	0	0	0
Opskrivningshennæggelser (dirty surplus driftsposter)	8.651	-229	-2.100	-7.400	-572.500	283.400
Reserve for sikringstransaktioner (dirty surplus driftsposter)	-27.968	1.413	29.400	-41.400	3.100	2.300
Reserve for valutakursreguleringer (dirty surplus driftsposter)	-399	-13	0	0	100	100
Totalindkomst fra driften (DO)	-409.936	-77.466	78.744	398.729	-382.840	521.359
Finansielle omkostninger	-72.716	-59.285	-74.896	-102.354	-75.871	-40.520
Finansielle indtægter	9.930	2.663	6.090	16.175	681.088	39.473
Totalindkomst	-472.722	-134.088	9.938	312.550	222.377	520.312
Totalindkomst jf. REF. EK. opgørelse	-472.722	-134.088	9.938	312.550	222.377	520.312
Kontrol	0	0	0	0	0	0

Balance i henhold til officielle årsrapporter USD '000 TORM						
Aktiver	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Goodwill	0	89.184	89.184	89.184	89.184	0
Immaterielle aktiver	1.903	2.086	2.269	2.451	7.481	0
Immaterielle aktiver	1.903	91.270	91.453	91.635	96.665	0
Grunde og bygninger	1.976	3.626	3.687	3.713	4.169	374
Skibe og dokingsaktiver	2.258.550	2.560.079	2.390.391	2.325.863	2.169.832	1.136.408
Forudbetaling for skibe	69.250	227.062	273.860	272.731	259.454	183.348
Andre anlæg driftsmidler og inventar	8.176	9.504	10.734	9.214	5.884	3.575
Materielle aktiver	2.337.952	2.800.271	2.678.672	2.611.521	2.439.339	1.323.705
Kapitalandele i fællesledede virksomheder	50.259	72.929	122.968	130.468	0	0
Tilgodehavende i fællesledede virksomheder	8.198	10.298	38.766	42.158	109.974	0
Andre kapitalandele	11.614	2.960	3.190	6.387	11.029	644.409
Andre finansielle aktiver	0	6.000	8.500	31.002	46.000	0
Finansille aktiver	70.071	92.187	173.424	210.015	167.003	644.409
Langfristede aktiver i alt	2.409.926	2.983.728	2.943.549	2.913.171	2.703.007	1.968.114
Bunker	84.552	41.089	24.618	18.302	19.726	12.134
Udestående fragter	140.177	108.207	62.084	120.166	89.932	49.690
Andre tilgodehavender	26.037	12.728	16.825	72.013	36.966	21.500
Andre finansielle aktiver	0	0	400	10.700	0	0
Periodeafgrænsingsposter	11.731	20.385	13.558	14.684	4.240	4.546
Tilgodehavender	177.945	141.320	92.867	217.563	131.138	75.736
Likvide beholdninger	85.548	119.971	121.824	168.317	104.983	33.035
Aktiver bestemt for salg	21.236	0	44.353	0	0	0
Kortfristede aktiver i alt	369.281	302.380	283.662	404.182	255.847	120.905
Aktiver i alt	2.779.207	3.286.108	3.227.211	3.317.353	2.958.854	2.089.019

Balance i henhold til officielle årsrapporter USD '000 TORM						
Passiver	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Selskabskapital	61.098	61.098	61.098	61.098	61.098	61.098
Egne aktier	-17.309	-17.883	-18.118	-18.118	-18.118	-18.118
Opskrivningshenlæggelser	6.180	-2.471	-2.242	-106	7.268	579.852
Overført resultat	620.032	1.072.330	1.205.146	1.209.540	953.656	574.493
Foreslået udbytte	0	0	0	55.100	64.548	73.939
Reserve for sikringstransaktioner	-29.813	-1.845	-3.258	-32.637	8.664	5.589
Reserve for valutakursreguleringer	3.661	4.060	4.073	4.072	4.114	3.993
Egenkapital i alt	643.849	1.115.289	1.246.699	1.278.949	1.081.230	1.280.846
Hensættelse til udskudt skat	53.711	54.339	54.951	55.117	55.588	62.787
Prioritetsgæld og banklån	0	1.750.371	1.629.250	1.505.797	884.579	639.065
Finansielle leasingforpligtelser	29.361	30.977	31.754	0	0	0
Periodeafgrænsningsposter	6.407	0	0	0	0	0
Overtagne optionsforpligtelser vedrørende skibe	0	0	1.885	10.672	31.642	0
Overtagne timecharter kontrakter	0	0	61	3.864	14.654	0
Langfristede forpligtelser	89.479	1.835.687	1.717.901	1.575.450	986.463	701.852
Prioritetsgæld og banklån	1.794.644	211.334	141.520	212.368	768.759	55.902
Finansielle leasingforpligtelser	48.296	1.986	1.808	0	0	0
Andre finansielle forpligtelser	0	0	0	0	0	0
Leverandører af varer og tjenesteydelser	115.552	47.976	24.993	48.960	42.591	18.760
Skyldig selskabsskat	1.216	1.740	5.664	9.709	14.471	4.575
Anden gæld	84.904	70.211	82.891	179.823	44.073	26.004
Overtagne optionsforpligtelser vedrørende skibe	84	1.885	1.801	0	17.378	0
Overtagne timecharter kontrakter	0	0	3.803	11.150	3.889	1.080
Periodeafgrænsningsposter	1.183	0	131	944	0	0
Kortfristede forpligtelser	2.045.879	335.132	262.611	462.954	891.161	106.321
Forpligtelser i alt	2.135.358	2.170.819	1.980.512	2.038.404	1.877.624	808.173
Passiver i alt	2.779.207	3.286.108	3.227.211	3.317.353	2.958.854	2.089.019



Resultatopgørelse i henhold til officielle årsrapporter USD '000 TORM A/S						
	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Nettoomsætning	1.305.208	856.075	862.251	1.183.594	773.612	603.717
Havneomkostninger, bunkers og kommissioner	-675.004	-298.830	-217.356	-264.050	-172.182	-148.943
Afledte finansielle instrumenter, vedrørende fragt og bunkers	14.105	3.339	-11.952	-13.586	2.894	620
Time charterrækvivale nt indtjening	644.309	560.584	632.943	905.958	604.324	455.394
Charterhyre	-398.326	-228.631	-220.880	-193.829	-154.852	-106.329
Driftsomkostninger	-164.949	-152.207	-169.556	-174.333	-115.547	-77.624
Dækningsbidrag (Indtjening ved skibsfart)	81.034	179.746	242.507	537.796	333.925	271.441
Resultat ved salg af skibe	-52.538	1.871	33.145	82.813	0	54.362
Administrationsomkostninger	-71.222	-78.161	-78.194	-89.906	-54.960	-34.594
Andre driftsindtægter	3.170	4.788	7.331	14.493	15.167	9.839
Resultatandele i fælles kontrollerede virksomheder	-4.217	-11.453	-2.256	27.122	-6.058	0
EBITDA	-43.773	96.791	202.533	572.318	288.074	301.048
Tab ved værdiforringelse af fælles kontrollerede virksomheder	-13.000	-35.000	-20.000	0	0	0
Tab ved værdiforringelse af materielle og immaterielle anlægsaktiver	-187.000	0	0	0	0	0
Afskrivninger	-144.826	-141.410	-132.775	-126.068	-89.083	-58.915
Resultat af primær drift (EBIT)	-388.599	-79.619	49.758	446.250	198.991	242.133
Finansielle indtægter	9.930	2.663	6.090	16.175	681.088	39.473
Finansielle omkostninger	-72.716	-59.285	-74.896	-102.354	-75.871	-40.520
Resultat før skat	-451.385	-136.241	-19.048	360.071	804.208	241.086
Skat	-1.621	982	1.686	1.279	-12.531	-6.574
Årets resultat	-453.006	-135.259	-17.362	361.350	791.677	234.512



Bilag 2.3.2 Flådeoversigt TORM A/S

Skibstype	Segment	Navn	Tdw	Byggeår	Ejerandel	Markedsværdi lavere end bogført værdi
Produktttankskib	LR2	TORM HELENE	99.999	1997	100%	M↓B
Produktttankskib	LR2	TORM KRITINA	105.001	1999	100%	M↓B
Produktttankskib	LR2	TORM GUDRUN	101.122	2000	100%	M↓B
Produktttankskib	LR2	TORM INGEBORG	99.999	2003	100%	M↓B
Produktttankskib	LR2	TORM VALDBORG	99.999	2003	100%	M↓B
Produktttankskib	LR2	TORM MARGIT	109.672	2007	100%	M↓B
Produktttankskib	LR2	MARINA	109.672	2007	100%	M↓B
Produktttankskib	LR2	TORM MAREN	110.000	2008	100%	M↓B
Produktttankskib	LR2	TORM MATHILDE	110.000	2008	100%	M↓B

Produktttankskib	LR1	TORM SARA	72.718	2003	100%	M↓B
Produktttankskib	LR1	TORM ESTRID	74.999	2004	100%	
Produktttankskib	LR1	TORM EMILIE	74.999	2004	100%	M↓B
Produktttankskib	LR1	TORM ISMINI	74.999	2004	100%	
Produktttankskib	LR1	TORM SIGNE	72.718	2005	100%	M↓B
Produktttankskib	LR1	TORM SOFIA	72.718	2005	100%	M↓B
Produktttankskib	LR1	TORM UGLAND	74.999	2007	100%	
Produktttankskib	LR1	TORM VENTURE	74.999	2007	100%	M↓B

Produktttankskib	Handysize	TORM MADISON	35.828	2000	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize	TORM TRINITY	35.834	2000	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize	TORM RHONE	35.751	2000	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize	TORM CHARENTE	35.751	2001	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize - Iskklasse	TORM OHIO	39.274	2001	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize - Iskklasse	TORM LOIRE	37.106	2004	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize - Iskklasse	TORM GARONNE	37.178	2004	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize - Iskklasse	TORM SAONE	37.106	2004	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize - Iskklasse	TORM FOX	37.006	2005	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize - Iskklasse	TORM TEVERE	36.990	2005	100%	M↓B
Produktttankskib	Handysize - Iskklasse	TORM GYDA	37.000	2009	100%	M↓B



Skibstype	Segment	Navn	Tdw	Byggeår	Ejerandel	Markedsværdi lavere end bogført værdi
Produkt tankskib	MR	TORM GUNHILD	44.999	2007	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM ANNE	44.990	1999	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM NECHES	47.052	1999	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM CLARA	45.999	2000	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM CECILIE	44.945	2001	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM AMAZON	47.275	2002	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM SAN JACINTO	47.038	2002	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM MARY	45.990	2002	100%	
Produkt tankskib	MR	TORM VISTA	45.940	2002	100%	
Produkt tankskib	MR	TORM CAROLINE	44.946	2002	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM GERTRUD	45.940	2002	100%	
Produkt tankskib	MR	TORM GERD	45.940	2002	100%	
Produkt tankskib	MR	TORM THYRA	45.990	2003	100%	
Produkt tankskib	MR	TORM FREYA	45.990	2003	100%	
Produkt tankskib	MR	TORM MOSELLE	47.024	2003	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM ROSETTA	47.015	2003	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM CAMILLA	44.990	2003	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM CARINA	44.990	2003	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM HORIZON	46.955	2004	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM HELVIG	44.990	2005	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM RAGNHILD	44.990	2005	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM THAMES	47.035	2005	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM KANSAS	46.922	2006	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM REPUBLICAN	46.893	2006	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM PLATTE	46.920	2006	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR - Iskklasse	TORM LAURA	52.000	2008	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR - Iskklasse	TORM LENE	52.000	2008	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR - Iskklasse	TORM LOTTE	52.000	2009	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR - Iskklasse	TORM LOUISE	52.000	2009	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR - Iskklasse	TORM LILLY	52.000	2009	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR - Iskklasse	TORM LANA	52.000	2009	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM ALICE	50.500	2010	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM ALEXANDRA	50.500	2010	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM ASLAUG	50.500	2010	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM AGNETE	50.500	2010	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM ALMENA	50.500	2010	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM AGNES	50.500	2011	100%	M↓B
Produkt tankskib	MR	TORM AMALIE	50.500	2011	100%	M↓B

Tørlastskib	Panamax	TORM ANHOLT	74.195	2004	100%	
Tørlastskib	Panamax	TORM BORNHOLM	75.912	2004	100%	

Bilag 4.4 a Budget TORM A/S

Budgetforudsætninger for TORM A/S							
	Historisk	Budgetperiode					Terminal periode
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultatopgørelse							
Salgsvækst	34 %	5 %	6 %	7 %	7 %	7 %	2 %
Core bruttoavanceprocent	49 %	48 %	48 %	48 %	45 %	45 %	45 %
Core driftsomkostninger i % af salg	-49 %	-45 %	-42 %	-35 %	-35 %	-30 %	-25 %
Core OG salg før skat i %	-14 %	3 %	6 %	8 %	8 %	10 %	10 %
Effektiv Skatteprocent	0,4 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Core OG salg efter skat i %	-14 %	2 %	3 %	5 %	5 %	7 %	4 %
Core andre indtægter efter skat	-17 %	-10 %	-8 %	-5 %	2 %	5 %	5 %
Usædvanlige poster efter skat	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Balance							
Arbejdskapital/salg	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Langsigtet kerne NDA/salg	2,23	2,10	2,07	2,05	2,05	2,05	2,00
1/kerne AOH	2,41	2,27	2,24	2,22	2,22	2,22	2,17

Bilag 4.4 b Proforma regnskab TORM A/S

Proformaregnskab for TORM A/S							
	Historisk	Budgetperiode					Terminal periode
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultatopgørelse							
Netoomsætning	1.305.208	1.370.468	1.452.697	1.554.385	1.663.192	1.779.616	1.815.208
Core produktionsomkostninger	-660.899	-657.825	-697.294	-746.105	-748.437	-800.827	-816.844
Core bruttoresultat	644.309	712.644	755.402	808.280	914.756	978.789	998.364
Core andre driftsomkostninger	-831.861	-616.711	-610.133	-544.035	-582.117	-533.885	-453.802
Core driftsoverskud fra salg før skat	-187.552	95.933	145.270	264.245	332.638	444.904	544.562
Core driftsoverskud fra salg efter skat	-189.173	-959	-1.453	-2.642	-3.326	-4.449	-5.446
Core andre driftsindtægter efter skat	-220.763	-137.047	-116.216	-77.719	33.264	88.981	90.760
Samlet driftsoverskud	-409.936	-138.006	-117.668	-80.362	29.937	84.532	85.315
Balance							
Nettoarbejdskapital	79.133	246.958	264.245	282.743	302.535	308.585	314.757
Langsigtet kerne NDA	2.289.596	4.808.152	3.217.577	3.409.544	3.648.212	3.721.176	3.703.024
Kerne NDA	2.368.729	5.055.110	3.481.823	3.692.287	3.950.747	4.029.762	4.017.781
Ikke kerne driftsaktiviteter	50.259						
NDA	2.418.988						
Netto fiansielle forpligtelser	1.775.139						
Egenkapital	643.849						