

IFRS 16-LEASES

Deepdive into the new accounting standard from a practical view and example of the upcoming challenges companies and investors are facing



Kandidatafhandling

IFRS 16 – Leasing

Indsigt i den nye standard og eksempel på praktiske problemstillinger for virksomheden og dens investorer

IFRS 16 - LEASES

Deepdive into the new accounting standard from a practical view and example of the upcoming challenges companies and investors are facing

Cand.Merc.Aud

Copenhagen Business School

01. marts 2018

Skrevet af:

Anders Lund

Lasse René Sørensen

Antal anslag: 255.937

Antal sider i alt: 112,5

Vejleder: Michael E. Jacobsen



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Executive summary

The Master Thesis topic is the new accounting standard IFRS 16 – Leases. Based on the standard, the thesis is seeking to enlighten the reader and be a practical guide with focus on some of the main issues companies, investors and other users of the financial statements are facing, when this accounting standard is being implemented.

The standard is called one of the most significant changes to companies' accounting standards and will definitely mark itself in companies' balances. The standard is making up with off-sheet balances. Which are balances companies do not record in the Balance sheet under the current rules of IAS 17. The standard has been met with extreme awareness and debate received from companies, investors, auditors and other involved parties, why the way has been long for the standard to be finalized.

The thesis is aiming at enlightening the view of an analyst and which areas and items they need to be aware of, going forward. The thesis is based on a case study by using the Danish company "DS Norden A/S", that currently is using a business strategy for their fleet where these are funded through operational leases, which are classified as off-sheet balance. Therefore, this is making them sensitive to the new accounting standard as they will experience huge entry barriers by implementing IFRS 16.

Based on the consequences calculated throughout the thesis, these will be explained from the view of an analyst and be discussed in how to prepare for these changes. The thesis will further show if the standard is influencing the enterprise value in a discounted cash flow model. Lastly, the thesis will consider if the standard is fulfilling its purpose.

We have discovered that DS Norden will be highly affected by the new standard and there will be some huge marks on the company's balance and profit & loss statement when the standard is being adapted. Further, the standard is only an accounting standard change and therefore will not impact the enterprise value of the company. However, the thesis is showing that based on the new balances, the model will be extremely sensitive for some key inputs why small variances in these will change the enterprise value significantly and that could impact the value from an analyst point of view if their judgement is incorrect.

Indholdsfortegnelse

Executive summary	1
1 Indledende kapitel	1
1.1 Indledning.....	1
1.2 Problemformulering.....	2
1.3 Teori og metode.....	3
1.4 Struktur.....	4
1.4.1 Kapitel 1	4
1.4.2 Kapitel 2 og 3.....	4
1.4.3 Kapitel 4	4
1.4.4 Kapitel 5	4
1.4.5 Kapitel 6	5
1.4.6 Kapitel 7	5
1.4.7 Kapitel 8	5
1.4.8 Kapitel 9 og 10.....	5
1.4.9 Kapitel 11.....	6
1.4.10 Kapitel 12.....	6
1.4.11 Kapitel 13.....	6
1.4.12 Kapitel 14 og 15.....	7
1.5 Datakilder.....	7
1.5.1 Primær data.....	7
1.5.2 Sekundær data.....	8
1.6 Empiri	8
1.6.1 Interview.....	8
1.7 Afgrænsning.....	11
1.8 Kildekritik.....	12
1.8.1 Teori.....	12
1.8.2 Empiri.....	12
2 Leasing.....	14
2.1 Hvilke strategiske overvejelser har selskaber haft i forhold til leasingaftaler?.....	14
2.1.1 Finansielle konsekvenser.....	14
2.1.2 Likvide konsekvenser.....	15
2.1.3 Andre overvejelser	15
2.1.4 Timecharter	15
2.1.5 De nuværende regler for indregning af leasing efter IAS 17.....	16

3	IFRS 16 ny leasing standard.....	17
3.1	Hvem er omfattet.....	17
3.2	Begrebsramme.....	17
3.3	Implementering af IFRS 16.....	18
3.4	Indregning og måling.....	22
3.5	Væsentlige ændringer i forhold til IAS 17.....	23
3.5.1	Resultatopgørelsen.....	23
3.5.2	Balancen.....	24
3.5.3	Noter.....	25
4	Omverdens forventninger til IFRS 16.....	26
4.1	Analytiker og Finansforening.....	26
4.2	Revisor.....	27
4.3	IFRS ekspert.....	28
4.4	Delkonklusion.....	29
5	Opgørelse af right of use aktivet og leasingforpligtigelsen.....	31
5.1	Overvejelser ved opgørelse af operationelle leasingforpligtigelser.....	31
5.1.1	DS Nordens skibsflåde.....	32
5.1.2	Leasingperioden.....	33
5.1.3	Leasingperiodens start.....	34
5.1.4	Leasingydelsen.....	35
5.1.5	Intern rente eller lånerente.....	38
5.2	Beregning.....	39
5.2.1	Estimeret fremtidig operationel leasingforpligtigelse.....	39
5.2.2	Nutidsværdien af de fremtidige leasingforpligtigelser.....	40
5.2.3	Opgørelse af right of use aktiv og leasingforpligtigelse.....	40
5.2.4	Amortiserede kostprisberegning.....	41
5.3	Følsomhedsanalyse.....	41
5.3.1	Leasingperioden – udnyttelse af optionsmulighederne.....	41
5.3.2	Leasingydelsen – volatiliteten i forskellige rates.....	42
5.3.3	Diskonteringsrenten.....	43
5.4	Tabsgivende kontrakter.....	43
5.5	Delkonklusion.....	44
6	Præsentation og noteoplysning.....	46
6.1	Krav til præsentation i årsrapport.....	47
6.2	Krav til noteoplysninger i årsrapport.....	47

6.3	Indregningsmetode.....	49
6.3.1	Noten for finansielle omkostninger.....	49
6.3.2	Noten for anlægsaktiver.....	50
6.3.3	Noten for den langfristede gældsforpligtigelse	52
6.4	Delkonklusion.....	53
7	Nøgletalsanalyse	55
7.1	Reguleret resultatopgørelse og balance for DS Norden.....	56
7.1.1	Reguleret resultatopgørelse for DS Norden	56
7.1.2	Reguleret balance for DS Norden	57
7.2	Gennemgang af IFRS 16's udvikling på hoved- og nøgletal.....	58
7.2.1	Hoved- og nøgletal	58
7.2.2	Nøgletal for pengestrømme	59
7.2.3	Kurs- og regnskabsrelaterede nøgletal	60
7.2.4	Øvrige nøgletal	60
7.3	Opsamling på hoved- og nøgletal	64
7.4	Sammenholdelse af DS Norden og TORM.....	64
7.4.1	Sammenholdelse af resultatopgørelsens nøgletal.....	66
7.4.2	Sammenholdelse af balancens nøgletal	67
7.4.3	Sammenholdelse af pengestrømme.....	68
7.4.4	Sammenholdelse af kurs- og regnskabsrelaterede nøgletal.....	69
7.4.5	Sammenholdelse af anbefalede nøgletal	71
7.5	Delkonklusion.....	72
8	Den administrative byrde	74
8.1	Implementeringsfasen.....	74
8.2	Den efterfølgende fase	77
9	Discounted Cash Flow model.....	78
9.1	Introduktion.....	78
9.2	Væsentlige elementer i DCF-modellen.....	79
9.3	Strategisk- og Regnskabsanalyse	80
10	Budgettering.....	81
10.1	Budgetperiode.....	81
10.2	Budgettering af driftsaktiviteten.....	81
10.2.1	IAS 17 og IFRS 16 proforma opgørelse:.....	82
10.3	Omsætningen.....	82
10.4	Andre driftsindtægter og driftsomkostninger på skibe	83

10.4.1	Andre eksterne omkostninger og personaleomkostninger.....	83
10.5	Salgsavancer og tab på skibe.....	83
10.6	Af- og nedskrivninger.....	84
10.7	Resultatandele af joint ventures.....	84
10.8	Korrektioner	84
10.8.1	Tilbageførsel af IAS 17 afskrivninger.....	85
10.8.2	Ændring i arbejdskapital.....	85
10.8.3	Investeringer	85
10.8.4	IFRS 16 – regulering af driftsomkostningerne.....	86
10.8.5	IFRS 16 – regulering af afskrivningerne på right of use aktivet	87
10.8.6	Skat af EBIT.....	88
10.9	Delkonklusion.....	88
10.9.1	IAS 17	89
10.9.2	IFRS 16.....	89
11	Værdiansættelse.....	90
11.1	Vægtet gennemsnitlig kapitalomkostning.....	90
11.2	Ejernes afkastkrav.....	92
11.2.1	Risikofri rente	93
11.2.2	Risikopræmie.....	93
11.2.3	Beta	94
11.2.4	Beregning af ejernes afkastkrav.....	94
11.3	Fastlæggelse af kapitalstrukturen.....	94
11.3.1	IAS 17	95
11.3.2	IFRS 16.....	95
11.4	Finansielle forpligtigelsers afkastkrav.....	95
11.4.1	Risikofri rente	96
11.4.2	Selskabsspecifikt risikotillæg.....	96
11.4.3	Selskabsskatteprocent	96
11.4.4	Beregning af finansielle forpligtigelsers afkastkrav	96
11.5	WACC	96
11.5.1	WACC IAS 17	96
11.5.2	WACC IFRS 16.....	97
11.5.3	Følsomhed ved ændring i kapitalstruktur	97
11.6	Beregning af diskonteringsfaktor og nutidsværdi af frie cash flow.....	98
11.6.1	Nutidsværdien af de fremtidige cash flow – budgetperioden	98

11.6.2	Nutidsværdien af de fremtidige cash flow – terminalperioden	99
11.7	Værdiansættelse af DS Norden.....	100
11.7.1	Værdiansættelse efter IAS 17.....	100
11.7.2	Værdiansættelse efter IFRS 16.....	101
11.7.3	Delkonklusion.....	102
12	Følsomhedsanalyse.....	103
12.1	Identificerede inputs.....	103
12.1.1	Korrektionerne til cash flow (IFRS 16 reguleringerne)	103
12.1.2	Kapitalstrukturen.....	105
12.1.3	WACC.....	105
12.1.4	Volatiliteten af renten på fremmedkapital	106
12.2	Delkonklusion.....	108
13	Opfylder IFRS 16 sit oprindelige formål.....	109
13.1	Baggrunden for IFRS 16	109
13.2	Kritik af IFRS 16.....	109
13.3	Opfylder IFRS 16 dets formål.....	110
14	Konklusion.....	112
14.1	Hvilken betydning og effekt har IFRS 16 for DS Nordens balance og nøgletal?	112
14.2	Hvordan påvirkes DS Nordens årsrapport, herunder oplysningskrav ved IFRS 16?	113
14.3	Hvordan vil analytikerens værdiansættelse af DS Norden blive påvirket af IFRS 16?	114
14.4	I hvilken grad opfylder IFRS 16 sit formål og overstiger nytteværdien omkostningen?	115
15	Perspektivering	116
16	Litteraturliste	118
17	Figuroversigt	120
18	Bilag.....	122

1 Indledende kapitel

1.1 Indledning

Leasing er gennem de seneste mange år blevet mere og mere udbredt blandt selskaberne. Omfanget anslås pr. januar 2016 at udgøre USD 3,3 trillioner i leasingforpligtelser globalt, hvoraf kun 15% er indregnet på virksomhedernes balancer ifølge beregninger foretaget af IASB. (FSR, 2017)

Efter reglerne i IAS 17 skal der skelnes mellem to typer af leasing operationel- og finansiell leasing, hvoraf det kun er finansiell leasing, som skal indregnes på selskabernes balance. Operationel leasing skal derimod præsenteres i en note i regnskabet, hvor leasingforpligtelsen bliver delt op i tidsintervaller. Det er blandt andet på den baggrund, at IASB og FASB siden 2006 har arbejdet på at udforme en ny international regnskabsstandard for behandling og præsentation af leasing. Efter flere høringsrunder og ændringer til tidligere udgaver blev der i januar 2016 udsendt en endelig version af IFRS 16, for indregning og præsentation af leasing, som vil være gældende for regnskabsåret startende 1. januar 2019. (EFRAG, 2017)

Der kan være flere grunde til, at selskaber vælger at lease aktiver frem for at købe disse. Leasing er meget udbredt hos virksomheder, hvor der er store finansielle indgangsbarrierer eller krav til store aktiver forbundet med deres kerneaktivitet, som for eksempel transportbranchen, hvor der er behov for nye fly eller skibe. Andre virksomheder spekulerer i at få balancen til at fremstå mere clean i analytikernes eller regnskabsbrugerens øjne. Det sker i praksis oftest ved sale and lease back løsninger, hvor der frigives en masse kapital ved at sælge aktivet for så at lease det tilbage. Det vil få ikke justerede nøgletal til at fremstå bedre, end ved at have ejendommen og eventuel gæld indregnet på balancen. Derfor er det vigtigt, at en analytiker regulerer for den operationelle leasing der ikke er indregnet på balancen for at kunne danne sig et indtryk af virksomhedens finansielle position.

I den nye leasingstandard, IFRS 16, bliver der ikke længere skelnet mellem operationel og finansiell leasing, hvorfor begge typer fremadrettet skal indregnes på balancen. Principielt skal al leasing indregnes efter samme fremgangsmåde som finansiell leasing og behandles efter IAS 17, hvor der optages et right of use aktiv og forpligtelse på balancen. Det betyder, at fremadrettet vil det blive mere synligt, hvad virksomhedernes reelle forpligtelser er samt gøre regnskaber mere sammenlignelige i forhold til virksomheder, der finansierer deres aktiver selv.

Dette afleder, at investoren ikke længere skal foretage et professionelt skøn af kapitaliseringen af de operationelle leasingkontrakter, som kan betyde, at forpligtigelsen kan være under- eller overvurderet. Dette skøn kan derved give en fordel for de selskaber, der vælger at lease deres aktiver i forhold til de selskaber, der selv finansierer dem. Hvilket i sidste ende kan have indflydelse på vurderingen af aktiekursen, købs- og salgsanbefalinger foretaget af analytikere.

Derfor vil det være interessant at analysere og belyse, i hvor stort omfang ændringerne til regnskabsstandarden kommer til at påvirke selskabernes balance, og hvilke konsekvenser det medfører fra en analytikers synspunkt i et praktisk perspektiv.

1.2 Problemformulering

Som nævnt i indledningen er omfanget af operationel leasing anslået til at udgøre USD 3,3 trillioner for selskaber verden over. Dette giver et ufuldstændigt billede af selskabernes forpligtigelser, da operationel leasing ikke skal indregnes efter IAS 17, hvilket IASB har prøvet at dæmme op for ved at udarbejde IFRS 16. Selskaber kan vælge at førtids implementere standarden, hvis de ligeledes har førtids-implementeret IFRS 15. For nogle selskaber vil IFRS 16 ikke blive væsentlig, da det er begrænset, hvor stor en effekt implementeringen vil have. For eksempel oplyser Carlsberg A/S i deres årsrapport for 2016, at de har operationelle leasingforpligtigelser for i alt DKK 1.334 millioner, svarende til 7,87% af deres balancesum. Derimod havde Chr. Hansen A/S operationelle leasingforpligtigelser tilsvarende 0,05% af deres balancesum i årsrapporten for 2016. Dette er ud fra en væsentlighedsbetragtning ikke så relevant for disse selskaber, da ændringerne vil være minimale.

Derimod vil nogle selskaber, som leaser driftsmidler af stor værdi ændre balancen betydeligt, hvilket vil påvirke deres nøgletal betydeligt. Blandt andet oplyser DSV i deres årsrapport for 2016, operationelle leasingforpligtigelser svarende til 24,11% af deres balancesum. Et andet eksempel er DS Norden, de oplyser operationelle leasingforpligtigelser for i alt USD 1.248 millioner, svarende til 95,8% af balancesummen. Spørgsmålet er derfor, hvordan vil analytikeren håndtere denne stigning, og hvilken betydning har dette for deres vurdering af DS Nordens nøgletal?

Det er forventeligt, at analytikeren formår at inddrage de operationelle leasingforpligtigelser i deres vurdering af selskabet. Endvidere er det interessant om IFRS 16 vil gøre dette mere gennemsigtigt for analytikeren? Og om de selskaber der selv finansierer deres aktiver, vil blive mere attraktive efter implementeringen i forhold til dem, der leaser aktiver?

Baseret på ovenstående vil afhandlingens hovedspørgsmål være:

"Hvordan vil den nye standard for indregning af leasingkontrakter, IFRS 16, påvirke DS Nordens finansielle position fra en analytikers synspunkt? "

For at kunne besvare problemformuleringen vil det være relevant at belyse følgende underspørgsmål, som vil understøtte afhandlingens røde tråd og tilføje den dybde:

1. Hvilken betydning og effekt har IFRS 16 for DS Nordens balance og nøgletal?
2. Hvordan påvirkes DS Nordens årsrapport, herunder oplysningskrav ved IFRS 16?
3. Hvordan vil analytikerens værdiansættelse af DS Norden blive påvirket af IFRS 16?
4. I hvilken grad opfylder IFRS 16 sit formål og overstiger nytteværdien omkostningen?

1.3 Teori og metode

Metodevalget for afhandlingen er et vigtigt element og vil indledningsvist blive gennemgået for de overordnede metodiske dispositioner, som vi har valgt i denne afhandling. Afhandlingen består af eksplorative/problemidentificerende undersøgelser (Andersen, 2013: 24). Formålet ved afhandlingen er at belyse og analysere, i hvilket omfang en analytikers vurdering af et selskabs finansielle situation ændres ved implementeringen af IFRS 16. Herunder de skønsmæssige forudsætninger af de ikke indregnede leasingforpligtelser efter IAS 17, hvilken værdi tillægger de dem, og hvor stor er deres risikovillighed i de skøn de foretager sig ved deres beregninger og anbefalinger.

Afhandlingen skal desuden analysere, hvordan analytikerne tager højde for selskabers ikke indregnede operationelle leasingforpligtelser. Det optimale ville være, at analytikeren havde indregnet aktiver og beregnet nutidsværdien af leasingforpligtigelsen. Derfor vil afhandlingen undersøge, om der kan forekomme kursudsving eller ændringer i anbefalinger for selskaber med store leasingforpligtelser.

I afhandlingen vil vi bruge både abduktion og deduktion for at drage videnskabelige konklusioner. Abduktion bruges ved forskellige interviews af forskellige fagfolk, såsom analytikere og revisorer, og sammenlagt kan vi uddrage en konklusion heraf. Deduktion er sekundært, da den eksisterende teori omkring IAS 17 og IFRS 16 vil blive brugt som basisviden til brug for abduktionen.

Målgruppen for afhandlingen er primært analytikere og selskaber. Sekundært regnskabsinteressenter, såsom revisorer, private investorer, banker og andre med indsigt i selskabers nøgletal, og som har en interesse for IFRS.

1.4 Struktur

Kapitlet vil belyse afhandlingens opbygning og definere kapitlernes indhold og derved den røde tråd igennem afhandlingen.

1.4.1 Kapitel 1

Kapitlet indeholder de indledende og formelle afsnit, hvorfor afhandlingens problemstilling er fastlagt, samt hvordan og hvilken metodisk data, der er indhentet til brug for analyseafsnittet for at kunne besvare problemstillingen.

1.4.2 Kapitel 2 og 3

Kapitlerne er en introduktion til leasing som begreb og regnskabsstanden, IFRS 16. Herunder hvilke leasingformer, der er regnskabsmæssigt muligt frem til implementeringen af IFRS 16. Kapitlerne forklarer teorien bag IFRS 16, hvem er omfattet af denne samt en forklaring til indregning og måling efter denne.

1.4.3 Kapitel 4

Kapitlet vil gennemgå de observationer vi har gjort i forbindelse med indsamling af empirien, Herunder hvilke forventninger forskellige interessenter har til IFRS 16 og deres forståelse af, hvordan denne vil påvirke selskaberne fremadrettet samt omverdens forventninger til, hvordan selskaberne vil implementere standarden.

1.4.4 Kapitel 5

Kapitlet er en gennemgangen af overvejelserne til brug for opgørelsen af værdien af right of use aktivet og leasingforpligtelsen, som skal indregnes på balancen. Herunder inddrages den empiri fra kapitlerne 2, 3 og 4. Derudover er der en gennemgang af selve beregningen af opgørelsen samt en følsomhedsanalyse, da resultatet af beregningen nemt kan ændre sig ved småjusteringer af de antagelser og variabler, som beregningen bruger samt en kort præcisering af tabsgivende kontrakter og deres indregning i balancen. Da afhandlingen tager udgangspunkt i DS Nordens A/S (herefter DS Norden) årsrapport 2016, så bliver dennes informationer inddraget og brugt i kapitlet.

Under overvejelserne går der ned i variablerne, såsom DS Nordens flådestørrelse, perioden for leasingkontrakterne, udnyttelse af optioner, leasingydelsen, samt renteniveauet, som bruges i selve beregningen. Dernæst gennemgås selve beregningen og de variabler, der skal tages højde for. Da beregningen er berørt af skøn, så er der indarbejdet en følsomhedsanalyse, som viser spekteret for de

sensitive variabler. Kapitlet afslutter med en gennemgang af tabsgivende kontrakter og en opsummering via en delkonklusion.

1.4.5 Kapitel 6

Kapitlet præsenterer de nye krav, som IFRS 16 bringer til præsentationen og noteoplysningerne for leasing. Kapitlet inddrager kravene til præsentationen efter IFRS 16 og sammenholder dem med præsentationens kravene efter IAS 17. Samme øvelse vil blive foretaget i forhold til noteoplysningerne. Kapitlet har derudover en praktisk del, hvor der er udarbejdet de nye noter for DS Norden, hvis selskabet havde aflagt deres årsrapport 2016 efter IFRS 16.

1.4.6 Kapitel 7

Kapitlet omhandler først en gennemgang, hvad en analytiker lægger vægt på, når han/hun gennemgår et selskabs hoved- og nøgletal. Dernæst er der en præcisering af de forskellige hoved- og nøgletal som Finansforeningen anbefaler til brug for selskaber, som implementerer IFRS 16. Dernæst omhandler kapitlet selve reformuleringen af DS Nordens årsrapport 2016, hvis den var præsenteret med IFRS 16 tal. Dette er for at underbygge kapitlets formål, som er en forståelse og en præcisering af IFRS 16's indvirken på nøgletallene ud fra afhandlingens case virksomhed, DS Norden, som der analyseres på. Til sidst foretages en analyse, hvor DS Norden sammenholdes med dens konkurrent, TORM Plc (herefter TORM), for at analysere, hvordan de to selskaber stod overfor hinanden ved IAS 17, og om dette vil ændre sig ved implementeringen af IFRS 16, som er ment at skulle gøre selskaber med og uden leasing mere sammenlignelige. Kapitlet vil inddrage interviews med analytikere, revisorer, IFRS eksperter og andre regnskabsinteressenter for at kunne give en fyldestgørende analyse til brug for konklusionen i kapitel 14.

1.4.7 Kapitel 8

Kapitlet belyser og vurderer omkostningerne, som bliver påduttet selskaberne ved implementeringen af IFRS 16 og i fremtiden. Kapitlet vil gennemgå implementeringsfasen og uddybe, hvor stor en administrativ byrde den nye standard er, skaleret på forskellige selskabs størrelser.

Derudover gennemgås hvilke håndteringsmuligheder selskaberne har af deres leasingkontrakter, således at de er i compliance med den nye standard og kan håndtere og administrere henholdsvis right of use aktivet og den tilhørende leasingforpligtigelse. Desuden vil kapitlet omhandle fasen efter selve implementeringen og omkostningerne forbundet hertil.

1.4.8 Kapitel 9 og 10

Kapitlerne har to elementer i sig. En kort redegørelse for den discounted cash flow model samt en gennemgang af de elementer, der fremgår i modellen. Heri inddrages interview af analytikere og deres

brug og vurdering af modellen. Dernæst gennemgås hele strukturen for en værdiansættelse, og det andet element i kapitlerne er budgetteringen, der går i dybden med i kapitel 10. Under budgetteringen uddybes tanker og vurderinger i forhold til valg af budgetperiode og budgettering af driften. Da der i kapitel 11 bliver foretaget en værdiansættelse af DS Nordens tal efter både IAS 17 og IFRS 16, så er budgetteringen en praktisk forklaring på baggrund af DS Nordens tal. Dernæst gennemgås de seks korrektioner, som vi foretager i disse værdiansættelsesmodeller, og kapitel 10 afsluttes med en opsamling for at gøre informationerne klare i forhold til kapitel 11, da kapitel 10 er grundlaget hertil.

1.4.9 Kapitel 11

Kapitel 11 er selve værdiansættelsen, som vi foretager for at bekræfte den empiri, som vi har indhentet. For at kunne teste analytikernes hypotese så foretages der to værdiansættelsesberegninger; en efter IAS 17 og en efter IFRS 16. Formålet er at belyse, om der er en væsentlig forskel i resultatet i en værdiansættelse ud fra DCF-modellen, hvis der bruges det samme selskabs tal, hvor eneste forskel er, om de er sat op efter IAS 17 eller IFRS 16. I kapitlet gennemgås selve værdiansættelsesmodellen som introduceret i kapitel 9 og elementerne, der indgår såsom WACC, den risikofrie rente, risikopræmien, Beta, ejernes afkastkrav og kapitalstrukturen. Dernæst vil der være en gennemgang af de føromtalt elementer, hvor der inddrages tal fra DS Norden ud fra årsrapporten 2016 efter IAS 17 og den reformulerede årsrapport efter IFRS 16 til brug for de to værdiansættelsesberegninger. Kapitlet begrundes ligeledes, hvordan vi er kommet frem til værdien af de forskellige elementer. Kapitlet er en essentiel del af afhandlingen for at kunne besvare problemformuleringen. Til sidst i kapitlet er resultatet af værdiansættelserne efter IAS 17 og IFRS 16, som gennemgås i en delkonklusion.

1.4.10 Kapitel 12

Kapitlet tager udgangspunkt i resultatet fra kapitel 11 og gennemgår de identificerede inputs, som er blevet sensitive på grund af implementeringen af IFRS 16. Elementerne i værdiansættelsen, der vil blive gennemgået, er selve korrektionerne til cash flow, kapitalstrukturen, WACC og voliteten af renten på fremmedkapital. De bliver gennemgået, og der vil være beregnet analyser for at underbygge sondringerne, samt der konkluderes på disse.

1.4.11 Kapitel 13

Kapitel 13 er afhandlingens gennemgang af om det behov, som IASB og FASB har designet IFRS 16 til, om det bliver afdækket. Kapitlet inddrager de kritiske problemstillinger og det pres, som visse brancher har påført udarbejdelsen af standarden. For at konkludere om formålet er nået, så inddrages der holdninger fra eksperter, og der bruges vores tidligere kapitlers sondringer og konklusioner.

1.4.12 Kapitel 14 og 15

Kapitlerne omhandler afhandlingens konklusion og perspektivering. Konklusionen vil være en sammendragelse af alle de foregående kapitler og samle delkonklusionerne fra disse for at kunne besvare afhandlingens problemformulering. Perspektiveringen har til formål at dreje afhandlingens problemstilling og konklusion i en anden retning, som ikke er gennemgået andetsteds i afhandlingen.

1.5 Datakilder

Til brug for besvarelsen af afhandlingens problemformulering og underspørgsmål vil datakilderne være en blanding af primære og sekundære datakilder. Dette styrker validiteten af den indsamlede data, da der bruges kvalitativt og kvantitativt data, som bliver inddraget i den empiriske analyse.

1.5.1 Primær data

Den primære data, som vil blive bearbejdet og inddraget i afhandlingens empiriske analyse udgør kvalitativt og kvantitativt data. Den kvalitative data vil være i form af interviews af analytikere og fagfolk, hvor der bruges stimuli data til selve spørgeteknikkerne. Afhandlingen tager udgangspunkt i de beregnede pro forma balancer og nøgletal, hvorfor vi på baggrund af den sekundære data, omtalt i næste afsnit, vil beregne en pro forma balance og nøgletal for begge selskaber efter IFRS 16, som derfor bliver primær kvantitativ data, så de nye balancer og nøgletal kan blive analyseret. Derfor er der tale om brugen af kvantitative og kvalitative data.

Til indhentningen af den primære kvalitative data vil der primært blive anvendt positivistiske spørgsmål, da disse omhandler handlingsspørgsmål, erfaringsspørgsmål og baggrundsvariable. Derudover for at få regnskabsinteressenternes egne vurderinger og meninger om proforma tallene, så vil vi anvende hermeneutiske spørgsmål, hvor formålet er at få de interviewede til at udtrykke deres vurdering omkring udfordringer ved IFRS 16, eller om de mener, det er den rette vej at gå, således at regnskaber bliver mere transparente i fremtiden.

Undersøgelsesdesignet vil blive gennemført ud fra fænomenet "inferens", hvilket vil betyde, at afhandlingens problemstilling vil blive analyseret ud fra et mindre antal interviews, som set ud fra en helhedsbetragtning vil give en bred vurdering af IFRS 16 og selskabernes proforma tal som baggrund for den finansielle situation.

1.5.2 Sekundær data

Afhandlingens sekundære datakilder er af kvantitativ og kvalitativ art. De kvantitative data er årsrapporter og nøgletalsberegninger for både DS Norden og TORM. De kvalitative datakilder er i form af artikler.

Vi har anvendt en række sekundære data til brug for besvarelsen af afhandlingens problemformulering. Der er tale om kvalitative kilder i form af artikler med det formål at opnå bred viden om emnet samt understøtte og udfordre de primære data, som er indsamlet igennem interviews.

Der er meget materiale tilgængeligt om emnet, da det har eksisteret i mange år. Vores fokus har været på artikler, hvor forfatterne har de rette kompetencer og et tilstrækkeligt vidensniveau. Hvilket vi ligeledes har gjort i forbindelse med de foretagne interviews.

Endvidere har vi anvendt data fra forskellige publikationer og faglitteratur, som er et mix af afhængige og uafhængige kilder, der har bidraget til afhandlingens indhold. Nedenfor har vi gennemgået de væsentligste overvejelser ved valg af datakilder og teknikker.

1.6 Empiri

Afhandlingen er skrevet med udgangspunkt i primære data i form af interviews med perspektivet ud fra en analytikers tilgang og behandling af leasing ved vurdering af virksomheder. Gennem hele afhandlingens forløb har vi forholdt os kritisk til interviews og udfaldet af disse.

1.6.1 Interview

1.6.1.1 Respondenter

Valget af respondenter til afhandlingen er karakteriseret som elitepersoner. Det er alle eksperter inden for deres felt. De er vant til at blive spurgt ind til deres mening og tanker og har en klar forventning til, at interviewer er godt inde i emnet. Hvorfor dette kan blive et interview på et højt fagligt niveau. (Kvale & Brinkmann, 2015: 201).

Respondenterne er opdelt i to grupper; analytikere og fageksperter. Dette gøres på baggrund af, at det er analytikernes vinkel og deres forståelse af og behandling af leasing, der er afhandlingens udgangspunkt. Derfor vil observationerne fra interviews med analytikeren efterfølgende blive diskuteret med revisorer med stort branche og IFRS kendskab.

1.6.1.2 Interview tilgang

Der findes fem typer af personlige interview tilgange, som kan anvendes, I) informationsinterviewet, II) det åbne interview, III) det delvist strukturerede interview, IV) Fokusgruppeinterviewet og V) det standardiserede interview. (Andersen, 2013: 170)

Vi har valgt at benytte to former for interview; det åbne interview og det delvist strukturerede interview.

Det åbne interview er et kvalitativt interview, hvor formålet er at opnå en dybere forståelse af respondentens viden, metode og forståelse af et givent tema. Gennem interviewet er der stillet uddybende og reflekterende spørgsmål, hvorfor det vil være svarene fra respondenterne, som driver interviewet. (Andersen, 2013: 168)

Formålet med åbne interviews er at opnå viden om respondentens forståelse af, hvordan leasing behandles under de nuværende forhold, hvilke metoder de anvender, og hvordan IFRS 16 vil påvirke dette. Derudover om de har gjort refleksioner for, hvordan dette ændrer sig fremadrettet.

Delvist strukturerede interviews er interviews, hvor der er foruddefineret en spørgeguide og det løbende sikres, at alle emner berøres af respondenterne. Dog begrænser spørgeguiden ikke, men giver mulighed for nye synspunkter, informationer og refleksioner som respondenterne gør sig under interviewet. (Andersen, 2013:169)

Delvist strukturerede interviews vil blive benyttet til at uddybe specifikke observationer konstateret under de åbne interviews. Derved opnås en større og dybdegående forståelse af disse observationer for at kunne analysere yderligere på disse.

1.6.1.3 Interview af analytikere

Det har stor betydning for afhandlingen, hvilken metode aktieanalytikeren anvender og deres kundskaber og forståelse af de nuværende regler, samt hvordan leasing kommer til udtryk og bliver behandlet i deres analyse af virksomheder.

Interviewerne skal være velinformeret om emnet, benytte fagsprog og være fortrolig med analytikernes metoder og tilgange for at kunne stille uddybende og opfølgende spørgsmål undervejs. Hvilket vil blive mødt med respekt og højne indholdet og niveauet for interviewet (Kvale & Brinkmann, 2015: 201).

Vi har en grundlæggende viden omkring analytikernes tilgang og forståelse for deres analyser, der gør, at vi er i stand til at kunne stille os kritiske overfor respondentens svar og stille kvalificerede og uddybende spørgsmål hertil. Vi ønsker at have en minimal indflydelse på interviewet, hvor analytikernes forståelse og viden er grundlæggende. Derfor skal vi tilsidesætte vores forståelse og viden, hvorfor vi vil anvende det åbne interview af analytikerne. Dette vil efter vores vurdering give os grundlag for at kunne analysere på analytikernes forståelse og udtale os generelt omkring konsekvenserne.

1.6.1.4 Interview af fageksperter

For at kunne analysere på aktieanalytikernes observationer, og hvilke konsekvenser IFRS 16 medfører, vil vi foretage interviews af fageksperter for at komme dybt ned i observationerne fra de åbne analytikers interviews.

Det er vigtigt at have for øje, at disse eksperter er vant til at blive interviewet og måske har nogle foruddefinerede svar eller egne holdninger, som kan præge interviewet. Derfor skal interviewer kunne stille udfordrende spørgsmål via egne holdninger for at fremprovokere en reaktion og for at få eksperten væk fra standardsvar og derved øge intensiteten og kvaliteten af interviewet. (Kvale & Brinkmann, 2015: 202)

Derfor har vi foretaget to delvist strukturerede interviews af henholdsvis en statsautoriseret revisor med branchespeciale i shipping-selskaber og en faglig ekspert indenfor IFRS. For derved at opnå en forståelse af deres syn på de observationer vi har identificeret ved interview af analytiker. Der er udarbejdet spørgeguider til begge interviews, som berører de observerede problemstillinger, men der vil fortsat gives plads til at få deres syn og yderlige refleksioner.

Vi har igennem interviews og udarbejdelsen af afhandlingen forholdt os til det faktum, at begge fageksperter er ansat ved Deloitte og derved kan have en holdning der er præget heraf. Dette kunne være i form af at der er en fælles forståelse af standarden og derved influerede deres fortolkninger i samme retning og overbevisning. Dog er det forsat vores vurdering, at den indsamlede empiri er pålidelig, og at vi selv igennem processen har kunne forholde os kritisk til deres holdninger og fortolkninger. Dette skyldes, blandt andet, at vi qua vores arbejde som revisorer har vi kendskab til IFRS samt den fornødne indsigt og forståelse for at kunne stille kritiske spørgsmål baseret på egne erfaringer og forståelser.

1.7 Afgrænsning

Afhandlingen afgrænser sig til kun at berøre de forhold, der indgår ved indregning og måling af leasingkontrakter efter IFRS 16 overgangsregler og implementeringen af standarden. Afhandlingen vil yderligere afgrænse sig til at fokusere på en analytikers, en revisors og en IFRS eksperts tilgang til IFRS 16 fra et pragmatisk synspunkt, hvorfor afhandlingen ikke vil berøre andre interessenters eller teoretikers problemstillinger samt deres holdninger hertil. Denne afgrænsning er fastsat på baggrund af vores observationer vedrørende analytikere, revisorer og en IFRS ekspert, da disse områder er gennemgået via vores interviews og vil være de områder, som vil blive påvirket mest af IFRS 16.

Ved en leasingaftale er der to parter, leasinggiver og leasingtager. Vi afgrænser os til, at afhandlingen kun omhandler leasingtager, da inddragelsen af leasinggiver vil gøre afhandlingen for omstændig og ikke præcis nok i graden af fordybelse.

Afhandlingen afgrænser sig derudover til at analysere på de ovenstående observationer, da det ellers ikke vil være muligt at komme i dybden med en gennemarbejdet analyse, som indeholder alle de øvrige konsekvenser ved IFRS 16 inden for rammerne for at skrive afhandlingen.

Ligeledes vil afhandlingen afgrænse sig til at bruge DS Norden som casevirksomhed og TORM som selskab til brug for sammenholdelse. Valget af de to selskaber sker på baggrund af, at begge er rederier, hvor der er store anlægsaktiver. Begge selskaber har hver deres tilgang til leasing. Hvilket betyder, at effekt- og konsekvensberegninger vil blive med udgangspunkt i disse to selskaber. De vil blive sammenlignet og være udgangspunktet for afhandlingens resultater og diskussioner. Dette gøres for at kunne gå i dybden med problemstillingerne og analysere implementeringen af IFRS 16.

Dataindsamlingen til afhandlingen er sluttet onsdag den 31. januar 2018, hvorfor begivenheder efter denne dato ikke vil være behandlet.

Afhandlingen har afsæt i de internationale regnskabsstandarde, hvorfor udgangspunktet og det teoretiske grundlag vil være i IAS 17 og IFRS 16. Årsregnskabslovens bestemmelser vil ikke blive belyst i analysedelen af afhandlingen men kun blive omtalt i forbindelse med perspektiveringen.

Afhandlingen er en praktisk gennemgang af de ændringer, som IFRS 16 medfører i forhold til IAS 17, da vi ønsker at belyse konsekvenserne fra en analytikers synsvinkel. Derfor vil afhandlingen ikke, tage stilling til for eksempel om IFRS 16 lever op til IFRS Frameworket.

1.8 Kildekritik

Igennem afhandlingen vil der løbende blive anvendt teorier og empiri, som danner grundlaget for analyser og drage konklusioner på baggrund heraf. Hvorfor det er vigtigt at forholde sig kritisk til validiteten og reliabiliteten af de anvendte teorier og data.

Validiteten bliver splittet ud i to grene, henholdsvis gyldighed og relevans. Hvor gyldigheden har til formål at sikre en sammenhæng mellem teori og empiri. Relevans har i stedet til formål at sikre relevansen af kilder til problemformuleringen. Hvorfor validitetens samlede overordnede formål er at sikre en rød tråd igennem afhandlingen. Reliabiliteten udtrykker sikkerheden og præcisionen af analyserne, og hvor følsomme de er. I nedenstående underafsnit vil vi belyse vores overvejelser i forhold til afhandlingens teori og empiri.

1.8.1 Teori

Teorien bag analyserne og problemstillingen i afhandlingen fremkommer af IFRS 16, der er lovbestemt for virksomheder, der aflægger årsregnskab efter de internationale regnskabsregler. Derfor kan der ikke sættes spørgsmålstegn ved dennes gyldighed og relevans i relation til afhandlingen. Hvorfor det kan konkluderes, at den anvendte teori har en høj gyldighed og er yderst relevant i relation til problemformulering. Reliabilitet er ligeledes høj ved den anvendte teori, da der ikke udarbejdes egen teori og grundlaget derved er defineret på forhånd.

1.8.2 Empiri

Der anvendes primært tre typer af empiri ved udarbejdelsen af afhandlingen; årsrapporter, publikationer og egne udarbejdede analyser.

Årsrapporter danner beregningsgrundlaget for analysen. Disse er aflagt efter begrebsrammen IFRS, som ændringen i standarden vedrører. Årsrapporter er godkendt af statsautoriserede revisorer, hvorfor det ligeledes må antages og vurderes, at validiteten og reliabilitet er høj.

Publikationer, der anvendes, er primært fra IASB, EFRAG og konsulenthuse, der alle må antages at være højt pålidelige kilder. IASB har udarbejdet grundlaget for standarden og de to øvrige parter har deltaget aktivt i processen og ageret sparringspartnere. Endvidere er konsulenthuse bestående af statsautoriserede revisorer, som alle er godkendt af højeste instans for netop at kunne godkende regnskaber under denne begrebsramme. Derved vurderes validiteten som værende høj. Dog skal det understreges, at i og med der er personer inddraget, kan disse have forskellige interesser i emnet. Derfor

skal vi forholde os kritisk til deres holdninger, da de ikke vil være helt objektive. Reliabilitet er ikke relevant i denne sammenhæng, da der er tale om holdninger og synspunkter til emnet.

Gennem afhandlingen er der opstillet flere forskellige scenarier, som danner baggrund for at analysere og drage konklusioner. Disse vil være præget af vores holdninger og forståelser, hvorfor disse ikke kan vurderes, at være ligeså pålidelige som den øvrige empiri. Dog mener vi, at vi har kvalifikationerne og en stor viden indenfor emnet til at kunne drage konklusioner. Hvorfor der fortsat vil være en høj validitet i afhandlingen. Reliabilitet er lavere end resten af afhandlingen på baggrund af, at vi foretager skøn og antagelser i forbindelse med analyser. Derfor kan disse være påvirket af vores holdninger og antagelser. Dette har vi forsøgt at eliminere ved at foretage følsomhedsanalyser af centrale og grundlæggende beregninger for vores afhandling. Hvorved netop reliabiliteten af disse bliver belyst, ligesom vi aktivt vil forholde os til resultaterne af disse.

2 Leasing

Det er vigtigt for afhandlingens læser, at få en forståelse af leasing samt de nuværende regler af, hvordan leasing bliver behandlet og indregnet i regnskabet. Fordi dette vil give læseren mulighed for, at forstå hvilke ændringer IFRS 16 vil medbringe samt hvilke konsekvenser den vil have.

Derfor vil dette kapitel forklare generelt om leasing og begrundelsen for, hvorfor selskaber vælger leasing frem for at erhverve aktivet samt hvorledes at leasingkontrakter skal behandles i regnskabet.

2.1 Hvilke strategiske overvejelser har selskaber haft i forhold til leasingaftaler?

Selskaber bliver vurderet på deres finansielle situation og performance, baseret på selskabets nøgletal. Derfor skal selskaber holde fordele og ulemper op mod hinanden ved de forskellige finansieringsvalg, om det skal eje eller lease aktivet, herunder hvilken form for leasingkontrakter, der indgås.

Den strategiske forskel på at eje et aktiv eller lease det er påvirket af selskabets fremtidige behov og dets strategi fremadrettet.

Eksempler herpå kunne være, at leasing frem for eje kan give virksomhederne større fleksibilitet i forhold til tilpasning af virksomhedens produktionsapparat til fremtidige udsving i efterspørgsel og markedspriser. Et andet scenarie kunne være, at ledelsen ønsker at sælge virksomheden eller dele af den, vil det være fordelagtigt at vise en så slank en balance som muligt, hvorved leasing vil være fordelagtigt i den sammenhæng. Yderlig kunne et produktionsselskab, der ønsker selv at kunne udvikle og modificere på sine anlæg, for at tilpasse dem til markedet eller nye produkter, have en interesse i at eje frem for at lease disse, således de ikke er låst af et bestemt aktiv de ikke har ejendomsretten til.

2.1.1 Finansielle konsekvenser

Forskellen mellem finansiell og operationel leasing er, at finansiell leasing optages på balancen, hvor operationel leasing bliver vist i en note og indregnes ikke på balancen, hvilket vil blive gennemgået yderligere i kapitel 3.

Derved kan selskaber påvirke deres nøgletal og fremstå bedre konsolideret ved en slankere balance, hvorfor operationel leasing kan være et værktøj til dette, modsat finansiell leasing som giver en større balanceværdi. Da aktivsummen er en væsentlig del af beregningen i de fleste nøgletal, vil selskaber fremstå bedre ved operationel leasing, da aktivsummen er mindre for det genererede driftsresultat modsat en højere balance, hvis ikke analytiker regulerer selskabets balance og indregner de operationelle leasingforpligtigelser.

2.1.2 Likvide konsekvenser

Et selskab, der vælger at lease, kan også foretage dette valg ud fra et likviditets aspekt. Forstået på denne måde, at selskabet i stedet for at binde kapital i aktivet kan bruge den likviditet til at investere i andre aktiver eller give luft i likviditetsbudgettet.

2.1.3 Andre overvejelser

Andre overvejelser ved valg af enten leasing eller ejerskab. Ved et ejerskab kan selskabet købe det specifikke produkt, som kan blive skræddersyet eller modificeret henover årene, således at aktivet er up to date, hvorimod det kan være svært at få leasinggiver til at ændre på deres aktiv, som leasingtager har leaset. Derudover er der normalt en uopsigelsesperiode, hvilket bør overvejes i forhold til behovet for aktivet, samt at det kan være en større omkostning at komme ud af kontrakten inden dens udløb.

2.1.4 Timecharter

I shippingbranchen anvendes ofte begrebet timecharter, som betyder en tidsbestemt kontrakt, indgået mellem to parter om et bestemt skib for en bestemt periode. (Wikipedia, 2017) Perioden varierer alt efter behovet hos lejereren, der kan være tale om korte aftaler helt ned på månedsbasis og længere aftaler over hele aktivets levetid.

Der findes to typer af skibskontrakter et selskab kan indgå ved leasing af et skib, en timecharter kontrakt og bareboat kontrakt. Ved indgåelse af en timecharter kontrakt er det udlejereren som fortsat har alle omkostninger til skibet, alt fra mandskab til service osv. af skibet dog er disse omkostninger indeholdt i timecharter raten. Hvorimod ved en bareboat kontrakt, udelukkende er en aftale om råderetten over skibet, og lejereren afholder alle omkostninger forbundet til driften af dette, hvorfor denne del ikke indgår i raten og derved vil lejen være lavere i forhold til timecharter kontrakt.

Ydelsen der betales for skibets rådighed er derfor et væsentligt element i timecharter og bareboat kontrakter. Derfor anvendes begrebet timecharter- og bareboat rates, der er et udtryk for den ydelse en lejer betaler gennem kontraktens løbetid. Baseret på ovenstående er kontrakten meget afhængig af ovenstående elementer og opgjort på meget individuelle vilkår.

Raten opgøres som en dagsrate, altså hvor meget koster det pr. dag at have råderetten over aktivet. Denne bliver ligeledes omtalt i amerikanske dollars, (USD) i branchen. Endvidere er raten meget følsom for eksterne forhold såsom udvikling i branchen, verdensøkonomien, priser på olien og øvrige forhold. Derfor er timecharter aftaler, bare et andet ord for en leasingaftale og skal blot forstås som et branchebegreb i denne afhandling.

2.1.5 De nuværende regler for indregning af leasing efter IAS 17

IAS 17 betydning for

Derfor vil vi starte med definitionen af leasing, "En leasingkontrakt er en aftale, ifølge hvilken leasinggiver for en aftalt periode overdrager brugsretten til et aktiv til leasingtager mod en eller flere betalinger." (IAS 17, 2003: paragraf 4)

Det er muligt at lease alt fra inventar, biler, lager, ejendomme, produktionsmaskiner til skibe og fly. Leasing sondres regnskabsmæssigt på to måder, enten lejer selskabet et aktiv eller finansierer selv købet af aktivet. Leasing indregnes på to måder i regnskabet enten som finansiell leasing eller operationel leasing, forskellen defineres således i IAS 17:

"En finansiell leasingkontrakt er en leasingkontrakt, hvorved alle væsentlige risici og afkast forbundet med ejendomsretten til et aktiv overdrages, uanset om ejendomsretten overdrages ved leasingperiodens slutning eller ej." (IAS 17, 2003: paragraf 4)

Praktisk forstås det ved, at ved finansiell leasing er det leasinggiver, der står for selve finansieringen af aktivets købspris og har ejendomsretten. I kompensation for brugsretten til aktivet, betaler leasingtager en leasingydelse samt påtager sig alle risici forbundet ved aktivet, men også afkastet dette genererer. Den samlede ydelse over leasingperioden svarer derfor til forrentningen og afskrivningerne på aktivets totale værdi.

Når kontraktens bindingsperiode udløber, vil leasingtager kunne vælge at købe aktivet til en aftalt pris eller tilbagelevere aktivet. Leasingtager har igennem hele kontraktperioden ansvaret for det leasede aktiv, herunder ansvaret for den løbende vedligeholdelse af aktivet. Derved sidestilles finansiell leasing som finansiering af et aktiv, da det kun er ejendomsretten, der ikke overdrages til leasingtager før eventuelt ved kontraktens udløb.

Operationel leasing er defineret ved, *"En operationel leasingkontrakt er enhver leasingkontrakt, der ikke er en finansiell leasingkontrakt"* (IAS 17, 2003: paragraf 4). I modsætning til finansiell leasing påtager leasingtageren sig kun en kontraktlig forpligtigelse ved at leje aktivet i en given periode og har ikke andre hæftelser og risici forbundet med dette, heller ikke vedligeholdelse af aktivet, da det vil være leasinggiver, der har denne forpligtigelse.

Derved er det leasinggiveren, der har risikoen for aktivet og for værdien heraf ved aftalens udløb. Operationel leasing bruges blandt andet af selskaber, som vil undgå en pengebinding i balancen og kun vil vise den driftsmæssige omkostning.

3 IFRS 16 ny leasing standard

Dette kapitel er en introduktion til den nye regnskabsstandard IFRS 16, Leasing, som senest fra 1. januar 2019 vil være et krav for alle virksomheder, som aflægger regnskab efter de internationale regnskabsstandarder. IFRS 16 ventes at få en væsentlig effekt på de fleste virksomheder, da denne medfører, at stort set samtlige leasingaftaler fremadrettet indregnes på virksomhedernes balancer. (Deloitte, 2016: 55)

Som tidligere specificeret er afhandlingens fokus ikke på at analysere standardens teoretiske ændringer og diskussioner ud fra en regnskabsmæssig vinkel, men fokus på ændringer med et praktisk perspektiv og konkrete forandringer, der har betydning for en analytiker. Derfor vil vi kort redegøre for de fundamentale nødvendigheder fra et regnskabsmæssigt perspektiv, således at læsere kan opnå den nødvendige forståelse af IFRS 16 og forholde sig forstående og kritisk til de efterfølgende kapitler.

3.1 Hvem er omfattet

IFRS 16 er obligatorisk for alle virksomheder, der vælger at aflægge deres regnskab efter de internationale regnskabsstandarder samt finansielle eller børsnoterede virksomheder i Danmark. (Deloitte, 2013: 9)

IFRS 16 skal senest implementeres fra regnskabsår begyndende 1. januar 2019 eller senere, dog er der mulighed for at implementere denne standard tidligere, hvis virksomheden også implementerer den nye IFRS standard for omsætning, IFRS 15. (IFRS 16, 2016: C1)

3.2 Begrebsramme

IFRS 16 definerer leasing som en kontrakt eller del af en kontrakt, som overdrager retten til brug af aktivet, eller det underliggende aktiv for en tidsbegrænset periode mod betaling. (IFRS 16, 2016:B9) IFRS 16 udspringer af IAS 17 og er dennes afløser. Denne er udarbejdet af IASB (International Accounting Standard Board). Definitionen leasing er ikke ændret i IFRS 16 og stammer oprindeligt fra IAS 17 pkt. 4. samt IFRIC 4.(IFRS 16, 2016: Appendix A)

IFRS 16 er gældende for alle leasingkontrakter på nær følgende undtagelser, (IFRS 16, 2016: B3)

- a) Leasingkontrakter for efterforskning eller anvendelse af mineraler, olie, naturgas og lignende ikke regenererende ressourcer.

- b) Biologiske aktiver, som besiddes af leasingtager gennem en finansiell leasingkontrakt, eller biologiske aktiviteter som udlejes af leasinggiver gennem en operationel leasingkontrakt (IAS 41).
- c) Koncessionsaftaler, som er omfattet af definitionen i IFRIC 12 – Koncessionsaftaler.
- d) Licenser af intellektuel ejendomsret udstedt af en udlejer inden for rammerne af IFRS 15 – Indregning af omsætning fra kontrakter med kunder.
- e) Licensaftaler i henhold til licensaftaler definitionen i IAS 38 immaterielle aktiver vedrørende eksempelvis spillefilm, videooptagelser, skuespil, manuskripter, patenter og copyrights.

Herudover er der indført to undtagelser til leasingaftaler, der ikke skal indregnes på balancen, 1) leasingaftaler, som har en leasingperiode på under 12 måneder inklusive optioner for forlængelse, 2) leasingaftaler med aktiver, som har en lav værdi, såsom personlige computere, tablets osv. (IFRS 16, 2016: 5)

3.3 Implementering af IFRS 16

Som tidligere nævnt skal et selskab senest implementere IFRS 16 senest fra den 1. januar 2019. Standarden skal implementeres den første dag i et nyt regnskabsår og standarden vil have effekt på alle kontrakter med et leasingelement. IFRS 16 giver to forskellige muligheder for implementering af leasingkontrakter, fuldt retrospektivt eller modificeret retrospektivt.

Ved modificeret retrospektivt implementering, kan et selskab undlade at genbesøge alle tidligere kontrakter, men er derimod forpligtet til at foretage følgende handlinger (IFRS 16, 2016: Appendix C3):

- A. Kontrakter der tidligere er blevet identificeret som leasingaftaler i henhold til IAS 17 og IFRIC 4 "Bestemmelse af om et engagement indeholder et leasingelement". Skal selskabet anvende overgangsreglerne beskrevet i afsnit C5-C18 til disse leasingkontrakter.
- B. Selskabet skal ikke anvende denne standard på kontrakter, som ikke tidligere var identificeret til at være en leasingkontrakt, defineret efter IAS 17 og IFRIC 4.

Hvis selskabet vælger at udnytte muligheden vedrørende C3, så skal selskabet noteoplyse dette samt anvende reglerne i paragraf 9-11, men kun til leasingkontrakter, der er indgået eller ændret på overgangstidspunktet. (IFRS 16, 2016: Appendix C4).

Der er forskellige overgangsmuligheder ved implementering af IFRS 16, hvor hovedreglen er, at selskabet enten kan vælge: (IFRS 16, 2016: Appendix C5)

- A. At overgå til IFRS 16 med tilbagevirkende kraft for hver forudgående regnskabsperiode, der er offentliggjort i henhold til IAS 8 "regnskabspraksis, ændringer i regnskabsmæssige skøn og fejl"; eller
- B. Med tilbagevirkende kraft med den akkumulerede effekt fra implementeringsdatoen af standarden i overensstemmelse med paragraf C7-C13.

Det primære ved metode C5(a) er, at selskaber vil skulle ændre sammenligningstallene bagudrettet og beregne effekten for alle nuværende leasingkontrakter, samt de kontrakter der udløb i sammenligningsåret, og deres indvirkning for hver eneste årsrapport omfattet. Hvilket vil give regnskabsbrugeren et historisk sammenligneligheds grundlag, da selskabets historiske tal bliver tilrettet IFRS 16. Hvilket naturligvis vil have en effekt på de historiske resultater og derfor have en effekt på egenkapitalen før implementeringsåret.

Hvis selskabet derimod vælger muligheden C5(b), skal selskabet ikke ændre tidligere års sammenligningstal, men derimod beregne effekten af leasingkontrakterne på overgangstidspunktet for derefter at optage aktivet og forpligtelsen på balancen. (IFRS 16, 2016: Appendix C7).

Hvilket betyder, at selskabet vil aflægge en årsrapport for implementerings året, hvor årets tal vil være opgjort efter IFRS 16 og sammenligningstallene efter IAS 17.

Der er flere muligheder for beregningen af right of use aktivet, hvis IFRS C5(b) anvendes. Hvis selskabet ikke vælger at tilbageregulere tidligere årsrapporter, skal selskabet efterleve følgende krav for operationel leasing:

- A. Indregne leasingforpligtelse på datoen for overgang for leasingkontrakter, som tidligere har været klassificeret som operationel leasing, ved anvendelse af IAS 17. Leasingtager skal indregne nutidsværdien af de resterende leasingydelser ved at diskontere de fremtidige leasingbetalinger ved brug af selskabets marginale lånerente på overgangstidspunktet.
- B. Indregne right of use aktivet på overgangstidspunktet for leasingkontrakter tidligere klassificeret som operationel leasing i henhold til IAS 17. Leasingtager skal på kontrakts niveau måle right of use aktivet, som enten;
 - i. Aktivets regnskabsmæssige værdi som om at standarden var blevet anvendt siden startdatoen, men diskonteret ved brug af leasingtagers marginale lånerente på overgangstidspunktet; eller
 - ii. Et beløb svarende til leasingforpligtelsen, der dog er justeret med beløbet på eventuelle forudbetalte eller skyldige leasingydelser, der vedrører den specifikke leasingkontrakt, som er indregnet i årsrapporten før overgangstidspunktet

- C. Anvende IAS 36 "Værdiforringelse af aktiver" på right of use aktivet på overgangstidspunktet, medmindre leasingtager anvender den praktiske mulighed i paragraf C10(b). (IFRS 16, 2016: Appendix C8) Som er at modregne hensættelserne til tabsgivende kontrakter i right of aktivet.

Uanset kravene i paragraf C8, som gælder for leasingkontrakter, der tidligere er klassificeret som operationelle leasingkontrakter i henhold til IAS 17, er en leasingtager:

- A. Ikke krævet at foretage eventuelle tilpasninger af overgangen for leasingkontrakter, hvor det underliggende aktiv er af "low-value", ISAB har forventning om, at low-value aktiver er et aktiv med en værdi på højest USD 5.000 ved anskaffelses tidspunktet. (IFRS 16, 2016: Appendix BC100) Det skal behandles regnskabsmæssigt som nævnt i paragraf 6, at leasingtager skal tage hensyn til disse aktiver på overgangstidspunktet.
- B. Ikke krævet at foretage ændringer i overgangen af leasingkontrakter, der tidligere var behandlet regnskabsmæssigt som investeringsejendomme ved brug af dagværdimodellen jf. IAS 40 "Investeringsejendomme". Leasingtager skal redegøre for right of use aktivet og leasingforpligtelsen ved brug af leasingkontrakterne og IAS 40 på overgangstidspunktet.
- C. Krævet at måle right of use aktivet til dagsværdi på overgangstidspunktet for leasingkontrakter, der tidligere er behandlet som operationel leasing efter IAS 17 og vil blive vist som investeringsejendomme efter dagsværdimodellen jf. IAS 40 ved overgangstidspunktet. Leasingtager skal redegøre for right of use aktivet og leasingforpligtelsen, der behandles efter IAS 40 fra overgangstidspunktet. (IFRS 16, 2016: Appendix C9)

Som nævnt ovenfor så skal selskaberne vurdere hvilken overgangsmetoden der skal anvendes, enten modificeret retrospektiv eller fuld retrospektiv for samtlige leasingkontrakter. Derfor må en leasingtager anvende en eller flere af følgende praktiske muligheder, når selskabet har valgt at følge IFRS 16 C5(b) omkring leasingkontrakter, der tidligere er klassificeret som operationelle leasingkontrakter, i henhold til IAS 17. En leasingtager må derfor anvende disse praktiske muligheder på et lease-by-lease grundlag:

- A. En leasingtager må anvende samme diskonteringsrente på en portefølje af leasingkontrakter med ensartede karakteristika, hvilket kunne være periode, type af aktiv osv.
- B. En leasingtager må basere sig på sin vurdering om en leasingkontrakt er tabsgivende ved brug af IAS 37 "Hensættelser, Eventualforpligtelser og Eventualaktiver" umiddelbart lige før overgangstidspunktet som et alternativ til at udføre en impairment gennemgang. Hvis leasingtager vælger denne mulighed, så skal leasingtager justere right of use aktivet på

overgangstidspunktet med det beløb svarende til den tabsgivende kontrakt indregnet i årsrapporten inden overgangstidspunktet.

- C. En leasingtager må undlade at følge kravene i paragraf C8 for leasingkontrakter som tidligere var identificeret som operationelle leasingkontrakter, hvor den resterende leasingperiode er under tolv måneder ved overgangstidspunktet. I dette tilfælde så skal leasingtager:
 - a) Behandle disse som "short-term" leasingkontrakter som forklaret i IFRS 16 paragraf 6; og
 - b) Inkludere omkostningerne associeret med de "short-term" leasingkontrakter i noteoplysningen i årsrapporten som aflægges efter overgangstidspunktet.
- D. En leasingtager kan undlade indregning af direkte omkostninger forbundet med aftaleindgåelsen af leasingkontrakten på overgangstidspunktet i right of use aktivet.
- E. En leasingtager må bruge bagklogskab/historisk viden omkring bestemmelse af leasingperioden, hvis leasingkontrakten indeholder forlængelsesoptioner.

Hvis selskabet har haft finansiel leasing efter IAS 17 og valgt at følge IFRS 16 Appendix C5(b) ved overgangstidspunktet til IFRS 16, så skal selskabet bruge bestemmelsen fra IFRS 16, Appendix C11. Dette betyder, at leasingtager skal indregne right of use aktivet samt den forpligtelse, som selskabet umiddelbart havde før overgangstidspunktet til IFRS 16, altså værdien efter IAS 17 på overgangstidspunktet. (IFRS 16, 2016: Appendix C11)

Hvis selskabet aflægger årsrapporten efter overgangstidspunktet efter den modificerede overgangsmetode, så er der et specifikt notekrav, som selskabet skal overholde. Selskabet skal oplyse:

- A. Den gennemsnitlige vægtede marginale lånerente som leasingtager har anvendt til indregning af leasingforpligtelsen i årsrapporten på overgangstidspunktet
- B. En forklaring af alle forskelle mellem;
 - i. De operationelle leasingforpligtelser, som er noteoplyst ved anvendelse af IAS 17 i den sidste aflagte årsrapport forud for overgangstidspunktet med den diskonterede rente på implementeringstidspunktet som beskrevet i C8(a); og
 - ii. Leasingforpligtelserne, der er indregnet i årsrapporten på datoen for implementering

Overgangsreglerne summeret op, selskaber har to overgangsmuligheder ved implementeringen af IFRS 16. Den ene mulighed er at ændre sammenligningstallene, og den anden er at sammenligningstal ikke ændres.

Der er der to muligheder for opgørelsen af værdien af right of use aktivet og forpligtelsen, retrospektiv og modificeret retrospektiv, hvis retrospektiv vælges skal selskabet opgøre right of use aktivet og

leasingforpligtigelsen med fuld virkning og tilbagevirkende kraft. Hvor der ved den modificeret retrospektive metode er to opgørelsesmetoder, i) modificeret metode, hvor aktivet opgøres ved at de nuværende kontrakter opgøres som IFRS 16 altid har været gældende, og justeres for de historiske afskrivninger pr. balance dagen eller ii) leasingforpligtigelsen opgøres pr. implementeringsåret, og aktivet opgøres til samme værdi.

Opgørelsen foretages på enkeltvis leasingkontraktniveau eller for leasingkontrakter inddelt i grupper, hvis de kan karakteriseres som ens eller af samme type.

3.4 Indregning og måling

Leasing skal indregnes på balancen som en leasingforpligtigelse og et aktiv. Aktivets behandles som selskabets øvrige anlægsaktiver og afskrives lineært over aktivets levetid eller afskrives hurtigere, hvis leasingaftalen er kortere end levetiden på aktivet. Leasingforpligtigelsen skal amortiseres over leasingaftalens løbetid. (IFRS 16, 2016: paragraf 23-26)

Ved første indregning skal right of use aktivet og leasingforpligtigelsen indregnes til nutidsværdien af minimumsydelserne over leasingperioden. Nutidsværdien skal opgøres ved brug af en diskonteringsrente, som svarer til den implicitte rente fastsat i leasingaftalen. Hvis denne ikke kendes, skal virksomheden anvende renten som de skulle betale ved finansiering fra tredjemand. Det skal være for et tilsvarende aktiv med en værdi der svarer til right of use aktivet, over en tilsvarende periode, med tilsvarende sikkerhed og samme vilkår. (Deloitte, 2016: 56)

Nedenfor er værdien af leasingforpligtigelsen og right of use aktivet illustreret for en fiktiv leasingaftale med en løbetid over ti år, aktivet afskrives lineært over perioden, leasingydelsen er fastsat til 13.000 kr., hvilket svarer til, at nutidsværdien af minimumsbetalingerne er 100.000 kr.

Figur 3-1 Regnskabsmæssig værdi af aktiv og forpligtigelse

År	Leasing ydelse	Afskrivning	Rente 5,08%	Omkostninger i alt	Aktiv	Leasing forpligtigelse
0					100.000	(100.000)
1	13.000	(10.000)	(5.079)	(15.079)	90.000	(92.079)
2	13.000	(10.000)	(4.676)	(14.676)	80.000	(83.755)
3	13.000	(10.000)	(4.254)	(14.254)	70.000	(75.009)
4	13.000	(10.000)	(3.809)	(13.809)	60.000	(65.818)
5	13.000	(10.000)	(3.343)	(13.343)	50.000	(56.161)
6	13.000	(10.000)	(2.852)	(12.852)	40.000	(46.013)
7	13.000	(10.000)	(2.337)	(12.337)	30.000	(35.350)
8	13.000	(10.000)	(1.795)	(11.795)	20.000	(24.145)
9	13.000	(10.000)	(1.226)	(11.226)	10.000	(12.371)
10	13.000	(10.000)	(628)	(10.628)	-	-
I alt	130.000	(100.000)	(30.000)	(130.000)		

Kilde: egen tilvirkning

3.5 Væsentlige ændringer i forhold til IAS 17

For at belyse de væsentligste ændringer ved implementeringen af IFRS 16 har vi i dette afsnit redegjort for de regnskabsposter, som implementeringen vil påvirke og i hvilken retning samt fremhæve, hvilke væsentlige nøgletal, som vil blive påvirket som følge heraf.

3.5.1 Resultatopgørelsen

De primære ændringer som følge af de operationelle leasingforpligtigelser, der indregnes på balancen afspejler sig i resultatopgørelsen ved, at efter IAS 17 bliver de operationelle leasingomkostninger udgiftsført i resultatopgørelsen i takt med kontraktens løbetid og præsenteret som driftsomkostninger. Hvorimod efter IFRS 16 bliver den operationelle leasingforpligtigelse splittet op og fordelt som afskrivninger og renteomkostninger og derved præsenteret i regnskabet efter EBITDA. Med udgangspunkt i den fiktive leasingaftale, figur 3-1 har vi nedenfor illustreret effekten.

Figur 3-2 IFRS 16 ændringer på regnskabspost niveau – resultatopgørelsen

	Ved implementeringsåret			Ved, År 10		
	IAS 17	IFRS 16	Effekt	IAS 17	IFRS 16	Effekt
Revenue	0	0	0	0	0	0
Operating cost	(13.000)	0	13.000	(13.000)	0	13.000
EBITDA	(13.000)	0	13.000	(13.000)	0	13.000
Depreciation	0	(10.000)	(10.000)	0	(10.000)	(10.000)
EBIT	(13.000)	(10.000)	3.000	(13.000)	(10.000)	3.000
Net finance, income/ costs	0	(5.079)	(5.079)	0	(628)	(628)
Profit before tax	(13.000)	(15.079)	(2.079)	(13.000)	(10.628)	2.372
Tax	0	0	-	0	0	-
Profit for the year	(13.000)	(15.079)	(2.079)	(13.000)	(10.628)	2.372

Kilde: egen tilvirkning

Af illustrationen er det væsentligt at bemærke, at effekten på EBITDA påvirkes over hele kontraktens løbetid. I dette eksempel er der en positiv effekt på EBITDA på 13.000 kr., afskrivninger påvirkes med den lineære afskrivning på 10.000 kr., hvorved EBIT påvirkes med 3.000 kr.

Derimod vil renteomkostninger gradvist falde i takt med at afdragene betales, hvorved der for år et vil være en højere rente, end ved år ti for den samme leasingaftale. De totale omkostninger ved IAS 17 i år et er 13.000 kr., hvor det ved IFRS 16 er 15.079 kr. Dermed bliver resultatet forringet med 2.079 kr. år et, hvorimod de totale omkostninger indregnet i driften for år ti vil være 10.628 kr. og derved have en positiv påvirkning på 2.372 kr. ved at anvende IFRS 16. Hvorfor der er tale om en tidsmæssig forskydning og vil derfor have ingen effekt for den gældende kontrakt over tid.

Derved kan det konkluderes, at over leasingaftalens løbetid vil IAS 17 og IFRS 16 give det samme resultat. Dog medfører IFRS 16 en permanent forskel på EBITDA og EBIT, som er værd at have for øje. Samt at der til ca. halvvejs af en kontrakts levetid vil være en negativ effekt på årets resultat, der vil blive modsvaret af en positiv effekt den resterende del af kontrakten og ikke ende ud i nogle forskelle.

3.5.2 Balancen

Ved overgangen til IFRS 16 skal virksomhederne indregne operationelle leasingforpligtigelser på balancen. Vi har illustreret, hvorledes behandlingen af den fiktive leasingaftale fra afsnit 3.4 skal behandles efter henholdsvis IAS 17 og IFRS 16 nedenfor for år fem og år 9 for at illustrere resultateffekten beskrevet i afsnit 3.5.1.

Figur 3-3 IFRS 16 ændringer på regnskabspost niveau – balancen

	IAS 17	IFRS 16	Effekt	IAS 17	IFRS 16	Effekt
Right of use asset	0	50.000	50.000	0	10.000	10.000
Total assets	0	50.000	50.000	0	10.000	10.000
Lease liability	0	(56.161)	(56.161)	0	(12.371)	(12.371)
Equity	0	6.161	6.161	0	2.371	2.371
Total Liabilities	0	(50.000)	-	0	(10.000)	-

Kilde: egen tilvirkning

Af figuren er det særligt at bemærke, at aktiverne vil blive behandlet som øvrige anlægsaktiver under Right of use aktiver og afskrives lineært over leasingforpligtigelsens løbetid. Hvor leasingforpligtigelsen amortiseres over leasingkontraktens løbetid, hvilket gør at afdragene vil stige over tid og renteomkostningen derved falde.

Hvilket betyder, at der vil være en midlertidig forskel mellem right of use aktivet og leasingforpligtigelsen, som afspejles på egenkapitalen. Forskellen vil i dette eksempel være størst i år fem, 6.161 kr., og derefter minimeres de efterfølgende år indtil år ti, hvor den er udlignet.

3.5.3 Noter

Noter i regnskabet vil ligeledes i høj grad blive påvirket af disse ændringer, da IFRS 16 selv indeholder en række specifikke oplysningskrav til noterne og standarden henviser endvidere også til oplysningskravene beskrevet i IFRS 7, Financial instruments: disclosures. (IASB, 2016: BC212)

Det betyder blandt andet, at der er krav om, at selskaber skal opgøre leasingforpligtigelsernes forfaldstidspunkter efter regnskabsbrugerens informationsbehov. Hvor det i modsætning til IAS 17 bare skal opgøres i tre kategorier, I) forfald inden for et år, II) forfald mellem et til fem år, og III) forfald over fem år.

Herudover skal virksomhederne til at oplyse en række yderligere informationer, som er væsentlige for regnskabsbrugere såsom anvendt rentesats, variable leasingbetalinger, optioner på forlængelse og eventuelle andre særlige vilkår. (IASB, 2016: BC213)

4 Omverdens forventninger til IFRS 16

I forbindelse med indsamlingen af afhandlingens empiri har vi undersøgt, hvilke forventninger analytikere, revisorer og fageksperter har til IFRS 16 og deres forventninger til, hvordan det vil påvirke selskaber fremadrettet. Derfor har dette afsnit til formål at samle empiriens forventninger, som vil danne grundlaget for de efterfølgende kapitler.

4.1 Analytikere og Finansforening

Jacob Pedersen, chefanalytiker ved Sydbank og ansvarlig for deres aktiestrategi. Jacob har tidligere dækket TORM og DS Norden for Sydbank og dens kunder, derved har han opnået stor indsigt i shippingbranchen og de to selskabers forretningsmodel. Jacob bliver endvidere benyttet af Børsen og TV2 som ekspert til kommentering af børsnoterede selskabers årsrapporter og andre forhold, der påvirker selskaber og deres aktiers udvikling. Endvidere har Jacob et stort kendskab til IFRS 16, da han har bidraget til Finansforeningens nyligt udgivet samling af "anbefalinger af nøgletal", Appendix VIII. Afsnittet indeholder betydningen af IFRS 16 for en analytiker og beskriver endvidere deres forventninger til denne, hvor Jacob har skrevet dette afsnit. Endvidere blev vi henvist til Jacob, da vi var i dialog med Finansforeningen, hvorfor han ligeledes afspejler branchens holdninger i afhandlingen.

Jacob forholdte sig til spørgsmålet, om hvilke overvejelser en analytiker gør sig i relation til IFRS 16, når de værdiansætter et selskab eller foretager en vurdering af selskabets performance i forhold anbefalinger om køb og salg af aktier. I Sydbank og generelt i branchen anvendes cash flow modeller til værdiansættelse, hvor særligt den tilbagediskonteret cash flow model, DCF-modellen, er den primære. Derudover lægger en analytiker stor vægt på de relative nøgletal, såsom Enterprise value, Price per earnings og EBITDA.

Jacob har en klar overbevisning om, at IFRS 16 vil gøre selskaber mere sammenlignelige fremadrettet i stedet for at analysere og sammenholde "æbler og pærer". Analytikerne har historisk været nødsaget til at være helt skarpe på forskellene mellem selskaberne og leve med den usikkerhed der er ved at skulle fortage skøn og antagelser. Dette vil alt andet lige mindskes ved implementeringen af IFRS 16, da selskaberne er tvunget til selv at foretage en række af disse antagelser og uddybe med informationer. Dog er det primært henledt på hoved- og nøgletallene, fordi en værdiansættelse model bør kunne abstrahere fra om leasing er medregnet eller ej. Da dette ikke vil have en betydning for selskabets cash flow, da det kun er en regnskabsmæssig regulering og ikke har betydning herpå. Selskaberne foretager mange skøn i opgørelsen af right of use aktivet. Hertil kommer, at analytikerne også bliver nødt til at tage højde for løbende "geninvesteringer" særligt for virksomheder der indgår relativt korte

leasingkontrakter uden forlængelsesoption, eller, hvor det ikke er rimeligt sikkert at forlængelsesoptionen bliver udnyttet.

Dette er særligt udspreddt i shipping branchen, hvor det på grund af de meget volatile fragtmarkeder kan være umuligt at forudsige om en forlængelsesoption vil blive udnyttet. Det kan i nogle tilfælde først afgøres meget tæt på kontraktens udløb.

Jacob erkender, at ved indregningen af IFRS 16 vil der fortsat være et skønselement, da de helt eksakte beløb ikke kendes, men at resultatet heraf bør være indenfor en "træsko" længde.

IFRS 16 vil have en stor betydning på nøgletallene, når man sammenholder selskaber og branchetal. Det vil sige, at analytikerne skal forholde sig til nogle nye index for, hvad er "gode" hoved og nøgletal i branchen end tidligere. For eksempel vil soliditetsgraderne blive påvirket meget, og opfattelsen af hvad en solid soliditetsgrad er, kan ændres til et lavere niveau ved implementeringen af IFRS 16. Jacob bruger SAS som et eksempel, da de leaser mange fly, de vil ved implementeringen opleve et stort fald i soliditets- og likviditetsgrad, men det forventer Jacob, at hele branchen vil, og derfor vil det ikke have en effekt på SAS alene. Jacob forventer yderligere, at IFRS 16 vil kræve mere af den enkelte analytiker for at forstå forskellene mellem selskaber og brancher, når der sammenholdes på kryds og tværs.

Overordnet påpeger Jacob, at han er positiv over for standarden. Fordi denne efter hans vurdering giver et mere fuldstændigt billede af de forskellige selskaber, da det ikke er muligt at gemme forpligtelserne som off balance sheet items på samme måde som før. Dog er det stadig muligt at "gemme" noget via low-value og short-term leases. Jacob har en klar forventning om, at selskaberne vil anvende den fulde retrospektive overgangsmetoden til implementeringen af IFRS 16.

4.2 Revisor

Bjarne Iver Jørgensen, statsautoriseret revisor ved Deloitte, tolv års erfaring med revision af shippingselskaber og aktivt medlem af shippingnetværksgruppe, hvori de fleste af branchens regnskabschefer også er medlemmer, blandt andet DS Norden, TORM samt Rederiforeningen. Hvor der ofte drøftes generelle forhold for branchen, herunder nye regnskabsstandarder hvor IFRS 16 også er blevet diskuteret.

Shippingbranchen har siden første udkast til IFRS 16 gjort modstand imod denne regnskabsstandard, da denne efter deres vurdering, ikke vil give et retvisende billede af selskaberne ved indregning af operationel leasing på balancen. Derfor har flere selskaber givet udtryk for, at de kun vil benytte IFRS 16 ved de eksterne rapporteringskrav, hvorimod interne rapporter og andet vil forsætte med at holde operationel leasing ude af balancen.

Branchen fungerer som en normal detailforretning, hvor de har et bestemt antal skibsdage som de forsøger at afdække ved enten selv at have skibe nok eller benytte timecharter kontrakter. Skibsdagene svinger meget fra selskab til selskab og fastsættes alt efter markedet og de individuelle strategier, hvorfor der er store udskiftninger i flåden. Hvor der blandt andet foretages mange forskellige typer af aftaler selskaberne imellem, timecharter kontrakter nogle korte og andre længere. Fordi branchen er ekstrem følsom for udsving i verdensøkonomien, stigning og fald i oliepriser m.m., bliver disse kontrakter indgået med mange variabler og andre variable, som både skal forsøge at sikre leasinggiver og -tager, hvilket medfører en høj kompleksitet i kontrakterne. Mange af disse forhold gøres for at kunne tilgå markedet uden for mange hæftelser og kunne vise en sund virksomhed. Branchen føler, at IFRS 16 ikke kun vil være en regnskabsteknisk øvelse for dem, men derimod også sætte nogle begrænsninger i rederiernes muligheder for at kunne drive den type virksomhed. Hvorfor de frygter en række praktiske problemstillinger og derved ikke kan se, at IFRS 16 opfylder dens formål.

Shippingselskaberne vurderer ligeledes, hvordan deres fremtidige timecharter- og, eller bareboat kontrakter skal udarbejdes i relation til IFRS 16. Deres primære overvejelser går på, om det er fordelagtigt at adskille serviceelementet i leasingkontrakterne eller ej. Det vil sige, hvis de på nuværende tidspunkt anvender timecharter kontrakter, om de i stedet skal benytte sig af bareboat kontrakter. Eller at i deres timecharter kontrakter skal være muligt at kunne udlede serviceelementet i deres timecharter kontrakter, hvis ikke det allerede er muligt. Der sondres derfor i, hvor store right of use aktiver selskaberne ønsker at indregne på deres balancer, altså, om man vil have det største aktiv ind, hvorved den største effekt af IFRS 16 opnås eller omvendt.

Vi informerede Bjarne om, at analytikerne har en klar forventning til, at selskaberne ville anvende den fulde retrospektive overgangsmetode ved implementeringen af IFRS 16. Hvilket Bjarne var af den klare opfattelse af, at branchen ikke vil. Men at de derimod ville anvende den modificerede retrospektive metode, da denne vil være den "mindst" administrative byrde for virksomhederne. Faktisk forventer Bjarne, at der kommer et nyt marked for selskaber, der overtager den administrative byrde for selskaberne ved implementeringen og den løbende vedligeholdelse heraf.

4.3 IFRS ekspert

Henrik Gustavsen, revisor ved Deloitte, 32 års praktisk erfaring. Henrik er tilknyttet Deloitte's IFRS Center of Excellence, hvor han er ansvarlig for projekter vedrørende IFRS og herunder IFRS 16.

Henrik har en klar forventning om, at den faktiske operationelle leasingforpligtelse er langt fra den forpligtelse, der fremgår i selskabers årsrapporter på nuværende tidspunkt. Hvilket han begrundet med, at i praksis får noten ikke særlig meget opmærksomhed. Opgørelserne er typisk med udgangspunkt i minimumsforpligtelsen selvom der skulle være klare forventninger til forlængelse af kontrakten, bliver der anvendt den absolutte mindste forpligtelse. Henrik gav et eksempel på et selskab, der havde mere end 220 tusinde leasingkontrakter i koncernen, hvor de leder efter et system, der kan håndtere disse kontrakter og de variabler som indgår i kontrakterne.

Henrik har ligeledes også en klar forventning til, at i praksis vil der være store problemer ved fragtrater. Disse er meget variable og ekstremt volatile, og hvor stor en usikkerhed der vil være ved at skulle opgøre et aktiv og en forpligtelse på denne baggrund. Ligeledes påpeges problematikken omkring diskonteringsraten, hvordan finder selskaberne i praksis et tilsvarende aktiv med samme værdi, sikkerhed og længde som det right of use aktiv, der skal fastlægge, hvad renten skal være ved at lease. Dog forventede han at der i praksis vil blive brugt incremental borrowing rate, da det ofte vil være umuligt for leasingtager at fastlægge den indbyggede rente i en leasingkontrakt for et skib.

Henrik informerede os om, at de fleste børsnoterede selskaber, han havde talt med, var påbegyndt arbejdet med at beregne konsekvenserne ved IFRS 16 samt hvilken overgangsmetode de skal anvende. Her var han af den klare holdning, at selskaberne ville vælge den nemmeste altså den praktiske model, hvilket ligeledes var Bjarne's forventning.

Forventningen til hvilken værdi IFRS 16 ville medføre var en stor dansk bank, ved en event Deloitte havde afholdt, ret klare i mælet om fortalte Henrik. Der var blevet spurgt til, hvad IFRS 16 ville betyde i relation til en kreditgivnings-proces, hvor bankens repræsentanter havde overrasket alle ved at informere om, at de ville hive alle leasingforpligtelser og -aktiver ud og forsætte med deres normale kreditvurderingsmodel uden leasing. Det vil sige, at banker neutraliserer effekten på regnskaberne fra de indregnede leasingforpligtelser og right of use aktiverne i henhold til IFRS 16, og anvender kapitaliseringsfaktorer på den årlige leasingudgift for at sidestille selskaber, som leaser med selskaber der erhverver aktiverne.

4.4 Delkonklusion

Med udgangspunkt i de tre respondenters forventninger til IFRS 16 kan det samlet udledes, at særligt kompleksiteten af kontrakterne forventes at blive en stor udfordring for selskaberne og de skøn der skal foretages, vil være meget følsomme. Det vil for eksempel være ved fastsættelse af diskonterings-renten eller øvrige variabler. Ligeledes vil det være komplekst for analytikere at foretage en række antagelser ud fra det informationsniveau selskaberne vil gøre tilgængelige, hvilket må forventes at være så begrænset som muligt, selvom oplysningskravet øges markant med IFRS 16. Endvidere er der en

forventningsudfordring imellem selskaberne og analytikerne, da analytikerne forventer, at selskaberne vil anvende den fulde retrospektive metode, hvor sammenligningstallene også ændres med tilbagevirkende kraft. Selskaberne derimod vil anvende den modificerede retrospektive metode, der er den letteste i praksis at implementere. Dog er det ikke kun fordi det er den letteste metode at implementere, men også fordi, at det kan være umuligt at implementere den fulde retrospektive metode fordi, at en række af de forudsætninger der skal til for at kunne opgøre den fulde retrospektive metode ikke vil være tilgængelige. Så som den marginal lånerente for et tilsvarende aktiv, af samme type og med en tilsvarende kontrakt m.m. Derved vil selskaberne ikke opfylde analytikernes behov og forventninger til sammenligning med tidligere år.

Der er en klar forventning om, at IFRS 16 vil efterlade et stort indtryk med massive aktiv og passiv poster, hvilket vil ændre det billede der er dannet i de historiske nøgletal. Selskaber der historisk har leaset og har haft "bedre" nøgletal, vil nu blive sidestillet med selskaber, der selv ejer dets aktiver.

5 Opgørelse af right of use aktivet og leasingforpligtigelsen

DS Norden anvender en forretningsstrategi, hvor de primært benytter sig af operationel leasing af deres flåde (DS Norden, 2016: 77). Derfor er formålet for indeværende kapitel at opgøre værdien af henholdsvis det right of use aktiv og den leasingforpligtigelse, som skal indregnes på balancen. Værdien opgøres både ved første indregning samt værdien pr. 31.12.2016. Derved kan vi vise, hvorledes DS Nordens regnskab ville have set ud, hvis IFRS 16 var implementeret pr. 31.12.2016.

5.1 Overvejelser ved opgørelse af operationelle leasingforpligtigelser

For at kunne beregne og vurdere omfanget af de operationelle leasingforpligtigelser i DS Norden, så tager afhandlingen udgangspunkt i noten for operationel leasing fra årsrapporten for 2016 i Bilag 1.

Heraf fremgår det, at DS Norden har operationelle leasingforpligtigelser for i alt USD 1.247.623 tusinde fordelt på henholdsvis to skibstyper; tør- og tankskibe. Herudover er der en hensættelse til tabsgivende kontrakter på i alt USD 175.294 tusinde, hvorfor notens total er USD 1.072.329 tusinde.

Det fremgår ikke af noten i Bilag 1, at DS Norden skulle have andre operationelle leasingforpligtigelser ud over skibene, hvorfor afhandlingen udelukkende vil fokusere og omhandle DS Nordens operationelle leasede flåde af tør- og tankskibe.

Via vores interview af Henrik Gustavsen og underbygges af vores empiri fortalte han, at ved et event afholdt for flere store børsnoterede selskaber, hvor agendaen blandt andet var en gennemgang af IFRS 16 og dennes betydning for deres selskaber. Der fortalte en af deltagerne fra et stort børsnoteret selskab, at de i forbindelse med de indledende øvelser til IFRS 16 havde opdaget, at deres procurement afdeling havde over tusinde leasingkontrakter, som ikke var medtaget i noten af operationelle leasingforpligtigelser i deres årsrapport. (Bilag 6-1, 2017: 18:36)

Henrik fortalte endvidere, at der i praksis er anvendt en tilgang til den operationelle leasingnote, at denne kun er et udtryk for minimumsydelserne som virksomheden er forpligtet til i forhold til leasingkontrakten. Derfor er der som oftest ikke taget højde for eventuelle optioner i kontrakterne samt andre variable, som kan fremgå af disse kontrakter. (Bilag 6-1, 2017: 01:34)

Denne information slår tvivl om den nuværende notes "værdi", både økonomisk og som en oplysning, da der er indikationer på, at denne ikke afspejler den reelle forpligtigelse, som virksomhederne faktisk har. Dog er der den lille krølle, at IFRS 16 fastslår, at i implementeringsåret, som nævnt i kapitel 3, at der skal ske en afstemning af den operationelle note fra året før til det beløb, som er indregnet på balancen efter implementeringen, samt at forskellen skal oplyses. Derfor er det vores vurdering, at dette bør være et særligt fokuspunkt for selskabernes årsrapporter for både 2017 og 2018 at få vist et reelt billede af de faktiske leasingforpligtigelser og ikke kun minimumsydelserne.

I de efterfølgende underafsnit gennemgås hvert step af beregningen af right of use aktivet og leasingforpligtigelsen, herunder hvilke forudsætninger der er antaget i denne proces.

5.1.1 DS Nordens skibsflåde

DS Norden oplyser i deres regnskab, at deres flåde består af 236 skibe fordelt på følgende skibstyper i hvert segment tørlast, I) Capesize, II) Post-Panamax, III) Panamax, VI) Supramax og V) Handysize, og for tankskibene er det I) MR og II) Handysize (DS Norden, 2016: 1). Af leasingnoten fremgår det dog ikke, hvor stor en del af deres flåde, som er gennem operationelle leasingaftaler.

Dog i forbindelse med at DS Norden udsender kvartalsopgørelser og årsrapporter, udsender de også en flådeliste pr. en given skæringsdag, hvoraf de viser, hvilke skibe de ejer, samt hvilke skibe, som der er indgået en timecharter kontrakt med en periode på over tretten måneder, jf. Bilag 2.

Af flådelisten fremgår det endvidere, hvilken skibstype de forskellige skibe er, byggeåret samt hvor stor en procentdel af skibet som DS Norden ejer. I den forbindelse er det vigtigt at pointere, at for de fem skibe, hvoraf DS Norden er anført til at have en ejerandel på 50% af skibene, har vi forudsat, at de også "kun" vil have 50% af leasingforpligtigelsen.

Det fremgår endvidere af flådelisten, at DS Norden har en total flåde af egne skibe på 134, hvoraf henholdsvis 50 skibe er 100 % ejet af DS Norden selv, og 84 skibe er ejet via timecharter kontrakter på over tretten måneder. Dette betyder, at der i forhold til den flåde som DS Norden præsenterer i deres årsrapport for 2016, er en forskel på i alt 102 skibe mellem de to tal de opgør.

Denne forskel kan forklares ved, at det indenfor shippingbranchen er meget almindeligt at indgå timecharter kontrakter under tretten måneder (Bilag 6-2, 2017: 11:06). Derved skal størstedelen af forklaringen findes her, da disse skibe ikke fremgår af listen. Endvidere ønsker rederierne ofte at fremstå så store som muligt, hvorfor det er almindeligt, at det tal som præsenteres indeholder skibe som er en del af en pool. Det vil sige skibe, som er ejet af samarbejdspartnere, da de har mulighed for at benytte denne kapacitet og derved præsentere dette som en del af deres flåde. Derfor er skibslisten på de 236 skibe, som DS Norden præsenterer i deres årsrapport 2016, større end den "reelt" er.

I relation til vores afhandling er det derfor en væsentlig antagelse, at de 102 skibe, som ikke kan identificeres, at disse er timecharter kontrakter under tretten måneder. Vi har vurderet, at der er en rimelig mulighed for dette, hvorfor disse kontrakter, som er under tretten måneder, vil være omfattet af undtagelsesreglen om at kontrakter, som har under tolv måneders løbetid, ikke skal indregnes i opgørelsen af den samlede leasingforpligtigelse. Hvis disse kontrakter indeholder optioner om

forlængelse af aftalen, og det vurderes, at de vil blive udnyttet, så skal de efter IFRS 16 medregnes i opgørelsen, hvor der efter IAS 17 ikke er krav og de formentlig heller ikke vil blive omfattet af leasingnoten. Derved kan det, hvis optionerne udnyttes, medføre, at der skulle ske indregning af yderligere 102 skibe. Det er dog vores vurdering, at der er for stor usikkerhed omkring dette skøn, og det kan have en væsentlig påvirkning på vores analyser, at vi ikke vil antage dette. Usikkerheden ligger i, at vi skal foretage alle skøn såsom skibstyper, byggeår, og vigtigst af alt, udnyttelsen af optionen m.m. og derved ikke give et retvisende billede af DS Nordens leasingforpligtigelse.

Med udgangspunkt i ovenstående kan det konkluderes, at DS Norden pr. 31.12.2016 har 84 skibe på timecharter kontrakter over tretten måneder, og det er disse skibe, som er fundamentet for vores beregning i forhold til at opgøre den fremtidige leasingforpligtigelse.

5.1.2 Leasingperioden

DS Norden beskriver følgende i deres årsrapport om de operationelle leasingaftaler, "Leasingaftalerne er oprindelig indgået med en uopsigelig leasingperiode fra begge parter side på op til 8 år. Visse leasingaftaler giver mulighed for forlængelse i yderligere et år ad gangen i op til 3 år." (DS Norden, 2016: 78). Denne præmis om en uopsigelig aftale på otte år har dannet grundlag for vores umiddelbare vurdering af leasingkontrakternes længde.

For at sikre at dels perioden og ikke mindst vilkårene for leasingaftalerne har ændret sig gennem tiderne, og derved skulle inkluderes i vores beregninger, har vi gennemgået DS Nordens regnskaber fra perioden 2003 og frem til 2016. Dette er for at sikre, at de samme vilkår er lagt til grund for den operationelle leasingforpligtigelse. Gennemgangen heraf viste, at aftalerne er indgået med en uopsigelig periode. Vi kan dog konstatere, at der har været variation på længden af kontrakternes uopsigelige periode. Vi har i nedenstående tabel foretaget en opsamling af leasingaftalernes oprindelige uopsigelige periode, samt optionsmulighederne der er anført i hvert regnskab for det pågældende år.

Figur 5-1 Oversigt over leasingperioder

Leasing perioder					
År	Uopsigelig periode	Options muligheder	År	Uopsigelig periode	Options muligheder
2003	5 år	3 år	2011	12 år	3 år
2004	10 år	3 år	2012	10 år	3 år
2006	10 år	3 år	2013	10 år	3 år
2007	10 år	3 år	2014	11 år	3 år
2009	12 år	3 år	2015	8 år	3 år
2010	12 år	3 år	2016	8 år	3 år

Kilde: Egen tilvirkning

På denne baggrund har vi antaget, at alle leasingaftaler er indgået med udgangspunkt i den uopsigelige leasingperiode for det år som skibet er bygget i. Det vil sige, at skibe, som er færdigbygget i 2010, vil have en leasingperiode på tolv år og så fremdeles.

Endvidere har vi antaget, at DS Norden ikke vil gøre brug af deres optionsmulighed for en yderligere forlængelse af aftalen på op til tre år. Dette har vi gjort ud fra en betragtning om, hvorvidt selskabet ønsker at udnytte optionsmuligheden på et skib, typisk først vil være helt sikkert, relativ kort tid inden udløb af leasingkontrakten. Dette skyldes, at det mest afgørende for en leasingtager, i forhold til om selskabet vil forlænge den eksisterende leasingaftale eller ej, vil være dybt afhængigt af, hvad den pågældende leasingydelse i kontrakten er mod den på det tidspunkt gældende leasingydelse. Det vil sige, at hvis leasingydelsen er højere i den eksisterende kontrakt end, hvad der kan forhandles nye aftaler til, så vil der ikke være incitament for leasingtager til at forlænge denne og omvendt, hvis ydelsen er lavere i den eksisterende kontakt mod hvad markedsvilkårene er.

Der kan også være andre aspekter end kun de økonomiske grunde for enten at udnytte en option eller ej. Dette skal ses i en anden forretningsmæssig betragtning. Derfor er der i afhandlingen en grundlæggende antagelse om, at optionerne ikke forventes udnyttet ved opgørelsen af right of use aktivet og leasingforpligtigelsen og er derved ikke medtaget i beregningen.

Ved gennemgangen af flådelisten, jf. Bilag 2, kan det konstateres, at der er syv skibe, som er fra 2007 eller før, hvorfor disse skibe vil være ældre end den opsigelige periode. Det vil sige, at der er udnyttet optioner på disse skibe. Endvidere i forhold til at opfylde DS Nordens egen betingelse vedrørende flådelisten kun har skibe som har en timecharter kontrakt på over tretten måneder, har vi derfor særligt for disse skibe antaget, at der er optioner, der gør, at kontrakterne vil udløbe i 2018 og der derved vil være to år tilbage af leasingkontrakten pr. 31.12.2016.

5.1.3 Leasingperiodens start

Af flådelisten, jf. Bilag 2, fremgår det ikke, hvornår DS Norden har indgået leasingaftalerne og derved styringen af skibene, hvorfor det ikke er muligt at benytte den eksakte dato i vores beregning. Vi har derfor foretaget en antagelse om, at alle leasingaftaler vil starte det år, hvor skibet er færdigbygget. Det vil sige, at hvis skibet er færdigbygget i 2016, vil leasingaftalen starte i 1. januar 2016 og løbe otte år frem i dette eksempel frem til 31.12.2022. Derved skelnes der ikke i vores opgørelse, om skibet er færdigbygget i juni og derved kun har været i drift i et halvt år. Derfor skal det pointeres, at der i afhandlingen vil være usikkerhed i forhold til den reelle længde af leasingaftaler, derved også usikkerhed vedrørende værdien af disse kontrakter.

Det skal bemærkes, at denne usikkerhed, ud fra en helhedsbetragtning af hele kontrakten, kun vil have effekt det første år og det sidste år af kontraktens periode. Yderligere skal det holdes for øje, at det af

flådelisten, jf. Bilag 2, fremgår, at der kun er otte skibe som er blevet færdigbygget i 2016, og derved kan have en indflydelse på beregningen. Det er vores vurdering, at effekten af periodiseringsusikkerheden vil være minimal og derved ikke vil forrykke det samlede billede som vores beregning vil udvise.

Det skal ligeledes bemærkes, at DS Norden har indgået timecharter kontrakter for fjorten skibe som endnu ikke er færdigbygget ud fra flådelisten, hvoraf de sidste forventes leveret i 2019 jf. Bilag 2. Derfor vil der for disse skibe blive indregnet en forpligtigelse pr. 31.12.2016, dog med den forudsætning at ydelser og renter først vil begynde det år, hvor skibene er færdigbygget, hvorfor disse ikke vil påvirke pengestrømmene, før skibet er færdigbygget og leveret.

5.1.4 Leasingydelsen

Et væsentligt element, hvis ikke det væsentligste, er fastlæggelsen af leasingydelsen for hvert skib. I DS Nordens regnskab beskriver de følgende om deres operationelle leasingforpligtigelser som en regnskabskommentar, "*Ingen af leasingaftalerne indeholder betingede leasingydelser.*" Derfor kan det udelukkes, at der er tale om variable leasingydelser, hvilket alt andet lige vil gøre opgørelsen en smule nemmere. Det kan derfor antages, at det er den samme leasingydelse igennem hele leasingperioden. Vi har endvidere gennemgået DS Nordens årsrapporter siden 2003 og frem til 2016, for at sikre at denne praksis har været gældende for alle årene, hvilket har været tilfældet.

Vi har ikke haft mulighed for at gennemlæse DS Nordens leasingkontrakter, samt at der ikke bliver oplyst flere detaljer i årsrapporterne eller på deres hjemmeside, hvorfor vi ligeledes er nødsaget til at fastlægge leasingydelsen for hvert skib på en alternativ måde.

Vi har foretaget interview af Bjarne Iver Jørgensen fra Deloitte med speciale i shippingbranchen, da han har et stort kendskab til shipping men også de underliggende kontrakter. Baseret på dette interview har vi overvejet en række forhold, som der skal holdes for øje under fastlæggelsen af leasingydelsen.

Bjarne fortæller, at der i shippingbranchen er meget omtale af IFRS 16 og hvorledes de som branche skal forholde sig til denne. Timecharter rates er præget af stor volatilitet, og der er som eksempel stor forskel i raterne mellem et tørlastskib og et tankskib. Bjarne uddyber, at dette blandt andet kommer til udtryk ved en stor forskel i bemanningen på et tankskib frem for et tørlastskib. Dette skyldes, at et tankskib er underlagt nogle "strengere" regler i modsætning til et tørlastskib. Taget tankskibets indhold i betragtning er dette forståeligt fra et sikkerhedsmæssigt synspunkt. Derfor er der oftest tre gange så mange besætningsmedlemmer på et helt lille tankskib i forhold til et stort tørlastskib, hvilket selvfølgelig har en stor betydning for timecharter raten på skibet. (Bilag 6-2, 2017: 14:52)

Endvidere skelnes der meget mellem to typer af timecharter kontrakter, bareboat eller timecharter. Bareboat er som tidligere nævnt udelukkende ydelsen for kun skibet, hvor timecharter derimod inkludere samtlige omkostninger forbundet med skibet, herunder også bemanning. Dette har en markant indflydelse for leasingydelsen og derved heller ikke bare lige kan sammenholdes, da dette vil variere fra skib til skib. Bjarne oplyser yderligere, at det kun er muligt at fastlægge fordelingen mellem bareboat og service, hvis der er fuldt indblik i de underliggende kontrakter og driftsstyring af skibene. Derfor er det hans vurdering, at vi ikke vil kunne skønne os frem til et kvalificeret bud, da det vil afhænge helt af skibet og tidspunkt for indgåelse af kontrakter. I praksis fortæller Bjarne, at shippingselskaberne vil regne baglæns ved deres beregning af leasingforpligtigelsen. Dette skyldes, at det er de færreste skibe som indeholder et break out af leasingydelsen. Dog kender de fleste shippingselskaber omkostningerne for at have et skib sejrende. Da de til dels har nogle skibe de selv driver, samt at det oftest er en service, der er outsourcet til andre aktører og modtager derfor det præcise data, da dette ligeledes indgår i, hvor meget de skal tage i fragtrater hos deres kunder. Derfor vil de ved opgørelsen beregne grundlaget ved at fratrække serviceomkostningerne fra ydelsen og derved anvende residualen som ydelsen for bareboat. (Bilag 6-2, 2017: 18:30)

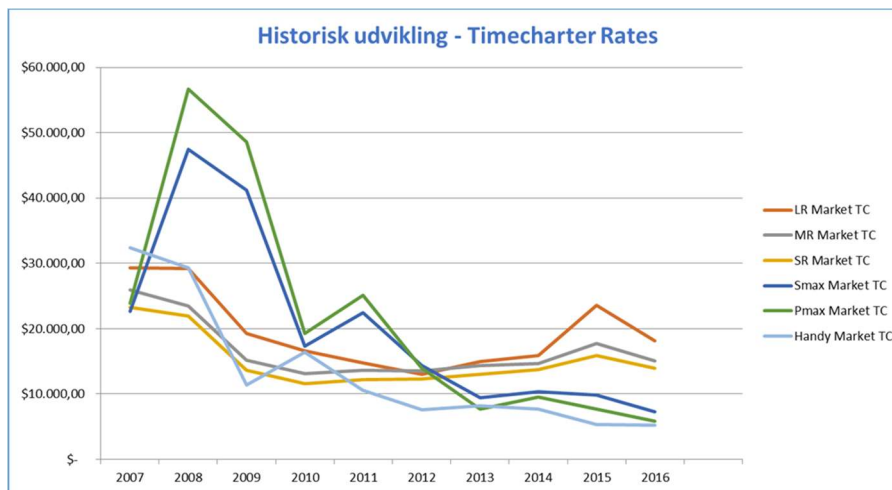
Udsplitningen af serviceelementet er, som tidligere nævnt i kapitel 3, muligt, da IFRS 16 tillader, at serviceelementet udholdes fra opgørelsen af leasingforpligtigelsen, hvorfor det kun er selve bareboat omkostningen, der indregnes på balancen. Dette er kun en mulighed, hvis serviceelementet kan udledes pålideligt af ydelsen. Hvis dette ikke er muligt, så skal hele leasingydelsen indregnes på balancen. Derfor vil der formentlig være en tendens til, at leasingaftaler fremadrettet, indeholder en opgørelse over bareboat- og serviceelement i kontrakterne. Således at virksomhederne nemmere kan opgøre de to elementer i en timecharterkontrakt, hvilket vil have en stor betydning for, hvad der skal indregnes på balancen.

Da vi ikke har den tilstrækkelige data til rådighed for at kunne opgøre dette, har vi derfor valgt at anvende hele ydelsen som grundlag. I forbindelse med interviewet af Bjarne Iver Jørgensen fremsendte han efterfølgende timecharter rates fra Clarksons Research jf. figur 5-2. Dette er de gennemsnitlige timecharter rates for årene 2007 til 2016, som vi kan anvende som grundlag for opgørelsen af leasingforpligtigelsen. Formålet med nedenstående graf er at illustrere, hvorledes timecharter rates har udviklet sig fra 2007 frem til 2016 for skibstyperne LR, MR, SR, Smax, Pmax & Handy, hvoraf de tre første typer er tankskibe og de tre sidste er tørlastskibe. Grafen udviser en tydelig nedadgående tendens for alle typer rates gennem hele perioden.

En interessant observation er, at der er en nedadgående tendens for alle typer, men at forskellen mellem de tre typer indenfor henholdsvis tørlast- og tankskibe bliver markant mindre, og faktisk er der ikke længere en væsentlig forskel mellem, for eksempel LR og MR skibene, hvor der historisk har været en

væsentlig forskel. Dette vidner om, at umiddelbart er raterne på et minimum af, hvor langt ned disse rates kan komme.

Figur 5-2 Udvikling i timecharter rates



Kilde: Egen tilvirkning

Som tidligere nævnt har vi ikke haft mulighed for at gennemlæse DS Nordens leasingkontrakter, hvorfor vi ikke har kunne fastlægge, hvornår og til hvilken rate timecharter kontrakterne er indgået. Vi har derfor valgt, at det år skibet er færdigbygget, vil vi anvende den gennemsnitlige årlige rate som leasingydelse gennem hele perioden som en fast ydelse. Vi har derfor baseret os på timecharter rates fra Clarksons Research for hvert af de seks skibstyper jf. figur 5-3. Læser skal være opmærksom på, at vi ikke har kunne fremskaffe data for årene før 2007, hvorfor det i vores beregning er en forudsætning, at skibe, som er fra 2006 og før, vil indgå i beregningen med samme satser som skibene fra 2007. Ligeledes er det en væsentlig forudsætning, at skibspriserne for nybyggerier, som ikke er afsluttet pr. 31.12.2016, vil blive indregnet med den gennemsnitlige rate for 2016, da dette er nyeste data.

Figur 5-3 Average market timecharter rates per year

Average Market timecharter rates per year (USD)						
Year	Tank TC Rates per day			Bulk TC Rates per day		
	LR Market TC	MR Market TC	SR Market TC	Smax Market TC	Pmax Market TC	Handy Market TC
2007	29.300	25.892	23.265	22.659	23.857	32.447
2008	29.185	23.446	21.930	47.487	56.703	29.282
2009	19.304	15.181	13.652	41.195	48.618	11.342
2010	16.625	13.169	11.540	17.353	19.279	16.427
2011	14.747	13.654	12.220	22.485	25.072	10.552
2012	12.995	13.519	12.320	14.356	13.950	7.626
2013	14.969	14.344	13.054	9.430	7.667	8.179
2014	15.914	14.638	13.783	10.348	9.519	7.681
2015	23.597	17.754	15.877	9.826	7.736	5.381
2016	18.127	15.078	13.995	7.283	5.842	5.273

Kilde: Egen tilvirkning

5.1.5 Intern rente eller lånerente

Den interne rente vil blive benyttet i beregningen af nutidsværdien af de fremtidige leasingydelse. Dette sker ved at tilbagediskontere de samlede fremtidige leasingydelse. Derfor er den interne rente fra beregningen et væsentligt element i leasingaftalerne.

Som ved de øvrige antagelse har vi ikke haft mulighed for at få indsigt i DS Nordens leasingaftaler, hvorfor vi ikke kender den interne rente. Endvidere omtaler DS Norden ikke, hvilken rente, der er på de skibe, som de selv har finansieret gennem lån. IFRS 16 italesætter dog følgende, at hvis den interne rente for en specifik leasingaftale ikke kendes, skal virksomheden anvende den alternative lånerente i stedet (IFRS 16, 2016: paragraf 26): Dette betyder, at vi skal anvende den rente, som DS Norden vil kunne have ved at få skibet finansieret af en tredjepart, hvor der er tale om en kontrakt med samme længde, sikkerhed og værdi.

I forbindelse med fastlæggelsen af den alternative lånerente har vi været i kontakt med Dansk Skibskredit for at forstå, hvorledes de fastsætter renten for de skibe de finansierer købet af, samt hvilke overvejelser der foretages i den forbindelse. Det skal understreges, at deres svar ikke kunne eller må sættes i relation til specifikke virksomheder. Hvorfor at nedenstående overvejelser udelukkende er generelle forhold omkring branchen, på et meget overordnet niveau, og det er vores fortolkning af deres svar og taget ud af en kontekst, hvorfor dette ikke kan tilbageføres til dem.

Ved "prisfastsættelse" af et lån har det finansierede aktiv en begrænset indflydelse på den rentemarginal, som en kunde kan opnå. Om lånet er finansieret med sikkerhed i et LR skib, et MR skib eller et Handysize skib er ikke afgørende. Fastsættelse af rentemarginalen afhænger i stedet af boniteten på låntager/garant og den generelle "sikkerhedspakke" som følger lånet samt løbetiden og tilbagebetalingen af lånet. Aktivet bliver altid vurderet i forhold til dets tilstand og kvalitet, således at der er en god mavefornemmelse omkring det skib, som skal finansieres.

Et estimat på det typiske spænd for rentemarginalen, variabel rente, kan være i omegnen af + 200 bps til 350 bps. Hvortil referencerenten skal tillægges, typisk LIBOR eller EURIBOR, hvorved en låneoptagers bonitet vil være helt afgørende for, hvor i spændet at denne vil være placeret. Der vil selvfølgelig være "outliers" i forhold til det angivne spænd.

Mange børsnoterede rederier, som er underlagt SEC, offentliggør rentemarginaler på deres lån i noterne til årsrapporten. Hvorfor disse med fordel kan anvendes til at vurdere en eventuel rentesats på eller indikationer på hvad niveauet er. Segmentet for rederiet er lidt underordnet, da det jo, som tidligere nævnt, er kundens bonitet, løbetid og profil m.m., som afgør rentemarginalen. De "gode" kunder skal

nok være i stand til at få finansiering på skarpe priser, hvorimod at de mere risikofyldte kunder kan have svært ved at fremskaffe finansiering eller må betale en højere pris for dette.

Derfor har vi udarbejdet nedenstående peer gruppe for fem rederier, som er underlagt SEC reglerne, hvor vi har gennemgået de seneste offentligt tilgængelige årsrapporter for at identificere, hvilke rentesatser de oplyser i deres årsrapporter. Vi har i nedenstående tabel opsummeret den effektive rente samt beregnet den gennemsnitlige rente.

Figur 5-4 Oversigt over peer groups effektive rente

Rederi	Effektiv Rente	Kilde
TORM Plc	4,60%	2016 årsrapport (s. 101)
CMA CGM S.A.	4,85%	2016 årsrapport (s. 54)
Evergreen Marine	5,22%	2016 årsrapport (s. 121)
China Cosco	4,44%	2015 årsrapport (s. 218)
Orient Overseas International Limited	3,90%	2016 årsrapport (s. 150)
Gennemsnitlige rente	4,60%	

Kilde: Egen tilvirkning

Baseret på ovenstående tabel har vi valgt at anvende den gennemsnitlige rente, som diskonteringsrenten i vores beregning. Det er ligeledes værd at bemærke, at denne gennemsnitlige rente svarer til den gennemsnitlige rente som TORM har opnået, hvilket, vi mener, er et sammenligneligt rederi, jf. kapitel 7.

5.2 Beregning

Med udgangspunkt i de ovenstående antagelser har vi foretaget beregningen af, hvorledes den operationelle leasingforpligtigelse skal opgøres for DS Norden ved første indregnings år, samt hvad opgørelsen er pr. 31.12.2016.

5.2.1 Estimeret fremtidig operationel leasingforpligtigelse

Med udgangspunkt i skibenes byggeår har vi inddelt de 84 skibe efter, hvilket år skibene er blevet færdigbygget. Med udgangspunkt i byggeåret har vi fastlagt restperioden af leasingydelsen for hvert skib. Leasingydelsen er fastlagt for hvert skib, hvor vi har inddelt dem i hver af de tre typer skibe for henholdsvis tørlast og tankskibe og derved kunne bestemme leasingydelsen for hvert skib baseret på byggeåret og typen samt reguleret denne årlige ydelse, hvis ikke DS Norden ejer skibet 100%. Med disse

forhold på plads har vi ganget restperioden af kontrakten med ydelsen og derved fastlagt, hvad minimumsforpligtigelsen af de fremtidige leasingydelse er. Dette udviser, at den forventede totale forpligtigelse andrager USD 2.685.469.980, jf. Bilag 3.

5.2.2 Nutidsværdien af de fremtidige leasingforpligtigelser

Ved at inddele alle skibene for hvert byggeår kan vi beregne nutidsværdien af de fremtidige leasingforpligtigelser for hvert år. Dette gøres ved følgende formel

Figur 5-5 Formel for beregning af nutidsværdi

$$NV = \sum_{t=0}^N \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

Kilde: Egen tilvirkning

Hvor **t** er antal år for leasingydelsen, **N** betegner leasingforpligtigelsens løbetid, **r** den interne-/alternative rente og **C_t** er den årlige leasingydelse. (Wikipedia: 2015)

Vi har anvendt denne formel til beregning af nutidsværdien af de fremtidige leasingforpligtigelser for hvert år, jf. Bilag 3. Ved efterfølgende at lægge alle de individuelle beregninger af nutidsværdien sammen har vi opgjort den totale nutidsværdi til at udgøre USD 2.371.332.451. Det vil være denne værdi som vil skulle indregnes ved første indregning på balancen som henholdsvis et right of use aktiv og en leasingforpligtigelse.

5.2.3 Opgørelse af right of use aktiv og leasingforpligtigelse

Right of use aktivet opgøres som nutidsværdien af de fremtidige leasingforpligtigelser og afskrives lineært over leasingkontraktens periode eller kortere, hvis det vurderes, at aktivet har en kortere levetid end kontraktens længde (IFRS 16, 2016: paragraf 32). Det vil sige, at i relation til DS Nordens right of use aktiv, så er der tale om store skibe som jf. anvendt regnskabspraksis bliver afskrevet over 25 år (DS Norden, 2016: 63). Derfor skal aktivet afskrives over kontraktens løbetid, da den vil være kortere end selve skibets. Derfor har vi i Bilag 3 opgjort right of use aktivet pr. 31.12.2016 til at være USD 2.062.467.040, og derved har årets afskrivninger været USD 334.787.783.

For at opgøre værdien af leasingforpligtigelsen pr. 31.12.2016 skal ydelsen fordeles på henholdsvis renter og afdrag. For at gøre dette har vi udarbejdet en amortiseringsplan for hvert byggeår af skibene,

således at vi kan fastlægge, hvorledes den faste leasingydelse skal splittes mellem renter og afdrag for hver længde af kontrakter vi har inddelt skibene i.

5.2.4 Amortiserede kostprisberegning

Amortisation betyder afvikling af gæld over en periode med afdrag. Terminsydelsen er derfor udgjort af et rente- og afdragselement. Amortisationen af et lån fastlægges ved optagelsen af lånet og vil derfor være afviklet over perioden lånet løber. Der findes flere måder lånet kan afvikles på, hvoraf annuitetsmetoden er interessant i denne sammenhæng. Annuitetsmetoden er konstante ydelser over lånets løbetid, altså leasingydelsen i denne sammenhæng. Derfor ændrer fordelingen af afdrag og renter sig over lånets løbetid, hvilket betyder, at afdragene stiger i takt med disse forfalder, som vist i figur 3. (Den Store Danske, 2017)

5.3 Følsomhedsanalyse

I dette afsnit vil vi foretage følsomhedsanalyse af en række af de væsentlige antagelser, som vi har gennemgået ovenfor.

5.3.1 Leasingperioden – udnyttelse af optionsmulighederne

Vi har i foregående afsnit 5.2 antaget, at vores beregning ikke vil omfatte DS Nordens mulighed for at udnytte optionerne i forhold til at forlænge deres leasingperiode med et år ad gangen op til tre år. Vi har ikke inkluderet dette i vores beregning, fordi det vil være en konkret vurdering for hvert skib, om hvordan situationen på markedet er i forhold til timecharter rates og andre variabler samt andre eksterne forhold som kundetilgange, og nye skibstyper kan være kommet til, hvorfor de aktuelle skibe ikke længere er attraktive. Vi har derfor i Bilag 3 foretaget beregningen af, hvorledes right of use aktivet og leasingforpligtigelsen skal opgøres. Hvis det forudsættes, at pr. 31.12.2016 vil DS Norden for samtlige af deres skibe udnytte optionerne med forlængelse med tre år.

Figur 5-6 er en opsamlingstabel over de væsentligste forskelle mellem de to beregninger samt afvigelserne holdt op mod hinanden.

Figur 5-6 Følsomhedsanalyse af leasingforpligtelse ved valg af optioner

Leasingforpligtigelse	Leasing forpligtigelse	Forpligtigelse nutidsværdi	Afskrivninger (år 1)	Renter (år 1)	Afdrag (år 1)	Ydelse (år 1)	Resultat effekt (år 1)
Uden optioner (USD)	2.685.469.980	2.371.332.451	334.787.783	64.537.801	308.865.411	373.403.212	25.922.372
Med optioner (USD)	3.782.983.553	3.144.451.776	317.872.318	94.977.024	278.426.190	373.403.212	39.446.130
Effekt af ændring (USD)	1.097.513.573	773.119.325	- 16.915.465	30.439.223	- 30.439.221	-	13.523.758
Effekt af ændring (%)	41%	33%	-5%	47%	-10%	0%	52%

Kilde: Egen tilvirkning

Det er væsentligt at bemærke, at ved fuld udnyttelse af optioner vil leasingforpligtigelsen til nutidsværdi, altså den som skal indregnes på balancen, stige til USD 3,1 mia., hvilket er en stigning på 33% i forhold værdien af leasingforpligtigelsen uden optioner. Det er ligeledes interessant, at årets afskrivninger vil falde med 5%, som skyldes, at afskrivningsperiodens forlængelse vil have en større effekt end den tilgang som right of use aktivet vil opnå. Dog bliver denne "positive" effekt overgået af en kraftig stigning på renten, som stiger med USD 30 mio., svarende til 47%. Det betyder, at årets resultat for år et vil blive påvirket negativt med USD 39 mio. ved at antage fuld udnyttelse af optioner, hvilket er USD 13,5 mio. mere end hvis de ikke medtages, svarende til 52%.

5.3.2 Leasingydelsen – volatiliteten i forskellige rates

Leasingydelsen eller i dette tilfælde timecharter raten er en utrolig volatil variabel som illustreret i figur 5-2, så kan den variere fra USD 47 tusinde til USD 7 tusinde pr. dag for et Smax skib over en periode fra 2007 til 2016. Samme trend har været for de øvrige skibstyper. Leasingydelsen er som en selvfølgelighed et af de væsentligste parametre, da denne multipliceres op i perioden og derved danner grundlaget, sammen med leasingperioden, for hvad minimumsværdien af de fremtidige forpligtigelser er. Derfor har vi i figur 5-7 foretaget en beregning af, hvorledes henholdsvis en 10% stigning og fald i timecharter rates vil påvirke den samlede leasingforpligtigelse. Nedenfor har vi opsummeret beregningen af følsomheden af timecharter rates.

Figur 5-7 Følsomhedsanalyse af ændring i timecharter rates

Model	Samlet leasingforpligtigelse	Effekt af ændring	Leasingforpligtigelse (nutidsværdi)	Effekt af ændring
Timecharter rates (USD), +10%	2.954.016.978	268.546.998	2.608.465.697	237.133.246
Timecharter rates (USD), Clarksons	2.685.469.980	-	2.371.332.451	-
Timecharter rates (USD), -10%	2.416.922.982	- 268.546.998	2.134.199.207	- 237.133.244

Kilde: Egen tilvirkning

Som omtalt ovenfor så er timecharter rates det andet element, der, sammen med leasingperioden, er grundstenene i beregningen af de fremtidige minimumsleasingydelser. Leasingydelsen er i DS Nordens tilfælde konstant, hvorfor en 10% stigning eller fald vil afspejle sig ligeledes i størrelsen af leasingforpligtigelsen. Det er også væsentligt at bemærke, at vi har antaget, at DS Norden har valgt, at ingen af deres leasingkontrakter er betinget af leasingydelsen. Det vil sige, at der er tale om en fast leasingydelse, og derved er DS Norden ikke risikoeksponeret ved udsvingene i den fremtidige timecharter rate i forhold til deres leasingforpligtigelser, da disse er faste, og derfor enten kan være fordelagtige i forhold til det nuværende marked eller omvendt. Dog har dette en væsentlig betydning for right of use aktivet og dennes værdi, hvis timecharter kontrakten er indgået til en markant højere

rate, end hvad markedet er villig til at betale, vil dette være tabsgivende, og derved skal der ske en nedskrivning af aktivet (IFRS 16, 2016: paragraf 101).

Derfor ved at anvende de gennemsnitlige årlige timecharter rater er det vores vurdering, at vi rammer indenfor en rimelig afvigelse i forhold til den eksakte leasingydelse for et skib.

5.3.3 Diskonteringsrenten

Diskonteringsrenten anvendes til at beregne nutidsværdien af de fremtidige betalinger. Vi har i ovenstående beregning fastlagt denne ved at anvende den gennemsnitlige rente af peer group på 4,6%, jf. afsnit 5.4.

I figur 5-8 er der foretaget en følsomhedsberegning af, hvorledes nutidsværdien af right of use aktivet vil ændre sig, hvis diskonteringsrenten blev ændret til henholdsvis 4% og 5%.

Figur 5-8 Følsomhedsanalyse af ændring i intern rente

Intern-/ Alternativ rente %	Leasing Aktivet (nutidsværdi) USD	Effekt af ændring (USD)	Effekt af ændring (%)	Årets afskrivning (år 1) (USD)	Effekt af ændring (USD)	Effekt af ændring (%)	Leasing aktivet (ultimo 16) USD
4,0 % rente stats	2.408.196.903	36.864.452	1,55%	339.351.532	4.563.749	1,36%	2.068.845.371
4,6 % rente stats	2.371.332.451	-	0%	334.787.783	-	0%	2.036.544.668
5,0 % rente stats	2.347.367.825	- 23.964.626	-1,01%	331.816.088	- 2.971.695	-0,89%	2.015.551.737

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figuren ovenfor, vil nutidsværdien af right of use stige ved en lavere diskonteringsrente, og i dette tilfælde med USD 37 mio., svarende til 1,55% ved at anvende en diskonteringsrente på 4% i stedet for den nuværende rente på 4,6%. Derfor skal der ske relative store ændringer i diskonteringsrenten, før dette vil have en betydelig effekt for det leasede aktiv, som skal indregnes på balancen.

5.4 Tabsgivende kontrakter

Det skal bemærkes, at DS Norden, i årsrapporten 2016 vedrørende operationelle leasingforpligtigelser, jf. Bilag 1, oplyser, at der er indgået tabsgivende timecharter kontrakter som ikke forventes at kunne tjenes hjem indenfor resten af kontraktens levetid. Derfor er der i henhold til teori i kapitel 3 en afledt effekt af IFRS 16, hvor tabsgivende kontrakter skal tilbageføres og modregnes i right of use. Derfor skal der i DS Nordens tilfælde foretages følgende regulering; I resultatopgørelsen skal der tilbageføres den omkostningsførte hensættelse til de tabsgivende kontrakter på USD 175.294 tusinde, som skal modregnes i de hensatte forpligtigelser. Endvidere skal der nu ske en nedskrivning af right of use på USD 175.294 tusinde, og dette skal i resultatopgørelsen præsenteres som en af- og nedskrivning. Figur 5-9 er en illustration af, hvorledes denne tilbageførsel vil påvirke resultatopgørelsen og balancen.

Figur 5-9 Bevægelser ved tabsgivende kontrakter

Regnskabspost	Resultatopgørelse (USD'000)	Balancen (USD'000)
Driftsomkostninger af skibe	175.294,00	
Af- og nedskrivninger	175.294,00	
Materielle anlægsaktiver		175.294,00
Hensatte forpligtigelser (lang)		83.342,00
Hensatte forpligtigelser (kort)		91.952,00

Kilde: Egen tilvirkning

5.5 Delkonklusion

Ovenstående afsnit er gennemgangen af vores beregning for, hvorledes DS Nordens operationelle leasingforpligtigelser skal opgøres efter reglerne ved implementering af IFRS 16. Vi har i denne forbindelse foretaget en række antagelser, som vi har foretaget på grundlag af forskellige kilder samt anden offentlig data. Baseret på denne data har vi beregnet os frem til et kvalificeret bud på størrelsen af right of use aktivet og leasingforpligtigelsen for DS Norden. Værdien er opgjort til USD 2.685 mio., hvilket omregnet til nutidsværdi er USD 2.371 mio.

Det er nutidsværdien, der skal benyttes ved første indregning og derefter opgøres til dagsværdien. Dagsværdien af henholdsvis right of use aktivet og leasingforpligtigelsen vil være USD 2.037 mio. og USD 2.062 mio., og derved vil der være en negativ driftspåvirkning på USD 25.922 mio. i år et. Vi vil i kapitel 7 foretage en reformulering af DS Nordens balance pr. 31.12.2016 for at vurdere konsekvenserne ved implementeringen af IFRS 16. Endvidere skal det bemærkes, at som følge af implementeringen vil der ligeledes ske en korrektion af de hensatte forpligtigelser til tabsgivende timecharter kontrakter som DS Norden har oplyst. Derfor vil der pr. 31.12.2016 ske en nedskrivning af right of use aktivet på i alt USD 175 mio. som ikke vil have effekt på årets resultat, men derimod på EBITDA.

I årsrapporten for 2016 oplyser DS Norden følgende vedrørende IFRS 16 og dennes indvirkning på deres balance, "NORDEN er ved at vurdere effekten af standarden og har foreløbigt estimeret leasingforpligtelsen pr. 31. december 2016 til ca. USD 400 mio. Endvidere vil hensættelse til tabsgivende kontrakter pr. 31. december 2016 ca. USD 175 mio. blive tilbageført. Tilbageførelsen vil reducere værdien af brugsretsaktiverne." (DS Norden, 2016: 50).

Denne forpligtelse er markant mindre end, hvad vi har beregnet os frem til i ovenstående kapitel. En årsagsforklaring til dette er, at DS Norden har adgang til den eksakte information. Dette medvirker til,

at der kan være store forskelle i leasingydelserne, perioderne, renten m.m. Endvidere er et helt afgørende element, om DS Norden kan have valgt at anvende princippet om at udskille serviceelementet, altså DS Norden bruger bareboat til at estimere de fremtidige forpligtigelser. Hvorfor ydelserne kan falde med 50%-60%, så en tilsvarende lavere forpligtigelse skal indregnes.

DS Norden oplyser ikke, hvilken metode eller hvad deres foreløbige estimat beror sig på. Vi mener dog ikke, at dette forhold er ensbetydende med, at vores konklusion eller afhandling ikke er retvisende, fordi der dels er fokus på analytikerens vinkel, samt at vi bruger alt offentlig tilgængeligt data, hvorfor en analytiker formentlig vil komme til samme resultat.

Endvidere når DS Norden ikke har valgt at lægge yderlig af information ud om deres indledende beregninger end ovenstående, kan dette heller ikke ses som værende retvisende, da kommunikation bliver et afgørende element i IFRS 16, hvilket standarden lægger op til.

6 Præsentation og noteoplysning

Som tidligere nævnt i afsnit 3.5.3 skelner IAS 17 den regnskabsmæssige behandling af leasing ud fra to typer; operationel leasing og finansiell leasing. Hvor der alt efter hvilken type er forskellige oplysnings- og præsentationskrav. Forskellen mellem operationel leasing og finansiell leasing er, at ved operationel leasing så skal selskabet oplyse følgende: (IAS 17, 2003: paragraf 35)

- A. Oplyse de totale minimumsforpligtelser for uopsigelige leasingkontrakter og fordele dem i følgende perioder i) indenfor et år, ii) mellem 1-5 år, og iii) efter 5 år.
- B. Oplyse de totale fremtidige minimumstilgodehavender af fremlejeudlejelse af uopsigelige leasingkontrakter vil indbringe.
- C. Vise al leasing og fremlejeudlejelse som er indregnet, som omkostninger i regnskabsperioden med forskellige beløb for minimumsbetalinger.
- D. En generel forklaring af selskabets væsentligste leasingengagementer men ikke begrænset til:
 - i) Grundlaget for opgørelsen af de betingede leasingudlejelse, ii) Eksistensen af og vilkårene for forlængelse eller købsoptioner og betingelser for prisstigninger, og iii) Begrænsninger til leasingtagers mulighed for disponering, eksempelvis begrænsning af udlodning af udbytte.

For finansiell leasing er der ud over ovenstående oplysningskrav et krav om nedenstående (IAS 17, 2003: paragraf 31).

- i. Det leasede aktivs nettoværdi ultimo regnskabsåret skal fremgå af anlægsnoten for materielle anlægsaktiver (eller immaterielle, hvis relevant) fordelt på aktivkategorier. En generel forklaring af selskabets væsentligste leasings-engagementer men ikke begrænset til
- ii. Grundlaget for opgørelsen af de betingede leasingudlejelse, ii) Eksistensen af og vilkårene for forlængelse eller købsoptioner og betingelser for prisstigninger, og iii) Begrænsninger til leasingtagers mulighed for disponering, eksempelvis begrænsning af udlodning af udbytte.

Derudover hvis der er notekrav, som vedrører andre regnskabsstandarder, som for eksempel IAS 16, 36, 38, 40 eller IAS 41 der er gældende, så finder disse også anvendelse i leasingtager's årsrapport.

Med udgangspunkt i ovenstående er oplysnings- og præsentationskravene efter IAS 17 forklaret, hvorfor afhandlingen nu vil fokusere på IFRS 16 og dennes oplysnings- og præsentationskrav.

IASB har ved implementeringen af IFRS 16 ændret ved note-, oplysnings-, og præsentationskravene til årsrapporterne. Formålet hermed er, at leasingtagere skal videregive relevante oplysninger i noterne i årsrapporten, der sammen med resultatopgørelsen, balancen og cash flow opgørelsen, giver regnskabsbrugeren mulighed for at kunne vurdere et selskabs finansielle position bedre i fremtiden end nu (IFRS 16, 2016: paragraf 51).

6.1 Krav til præsentation i årsrapport

IFRS 16 medfører en ny anlægskategori, right of use aktivet, som nu skal præsenteres i årsrapporten. IFRS 16 beskriver følgende om right of use aktivet (IFRS 16, 2016: paragraf 47):

- A. Right of use aktivet skal oplyses særskilt fra andre aktiver. Hvis leasingtager vælger ikke at oplyse right of use aktivet særskilt, så skal leasingtager, i) Inkludere aktivet i samme linje, som dets øvrige aktiver, som var det leasingtager, der besidder ejendomsretten, og ii) Noteoplyse, hvilken linje i årsrapporten der indeholder right of use aktivet
- B. Leasingforpligtelsen skal ligeledes oplyses særskilt fra andre forpligtelser, dog kan leasingtager i stedet vælge at præsentere denne sammen med de øvrige forpligtelser og noteoplyse, hvilken linje i årsrapporten, der indeholder leasinggælden.

Ovenstående gælder ikke for right of use aktivet, der opfylder definitionen af investeringsejendomme. De skal i stedet præsenteres særskilt som investeringsejendomme. (IFRS 16, 2016: paragraf 48)

Som tidligere nævnt skal leasingydelsen fremadrettet splittes op i et afskrivnings- og renteelement for right of use aktivet. Dog er det ikke et krav at omkostningerne forbundet til leasing skal oplyses særskilt, men de vises i noterne for finansielle omkostninger og afskrivninger. (IFRS 16, 2016: paragraf 49)

I selskabets Cash Flow Statement skal leasingtager præsentere følgende: (IFRS 16, 2016: paragraf 50)

- A. Kontantbetalinger for hovedparten af leasingforpligtelsen inden for finanseringsaktiviteter
- B. Kontantbetalinger for den rentedel af leasingforpligtelsen vedrørende krav jf. IAS 7 for betalte renter, og
- C. Kortfristede leasingydelser, betalinger for leasing af aktiver med lav værdi og variable leasingbetalinger, der ikke indgår i målingen af leasingforpligtelsen, der indgår i driftsaktiviteterne

6.2 Krav til noteoplysninger i årsrapport

Implementeringen af IFRS 16 har medført yderligere notekrav til selskaberne med hensigten om, at dette skal forbedre regnskabslæserens mulighed for at vurdere, hvilken betydning leasing har for selskabet. Derfor ved implementeringen skal noten nu fremgå i en særskilt note eller sektion i årsrapporten. Leasingtager skal være opmærksom på, at noten for leasing ikke må gengive oplysninger fra andre noter i årsrapporten. (IFRS 16, 2016: paragraf 51-52)

Selskabet skal yderligere sikre, at følgende er oplyst for det gældende regnskabsår: (IFRS 16, 2016: paragraf 53)

- A. Afskrivningen af right of use aktivet som fordeles på underliggende klasser af aktiver.
- B. Renteomkostningerne i forbindelse med leasingforpligtelsen.
- C. Omkostningerne der er indregnet i resultatopgørelsen som vedrører short term leases som følger IFRS 16 paragraf 6. Det er ikke krav om, at noten skal oplyse omkostninger, som vedrører leasingaftaler med en periode, der er kortere end 1 måned.
- D. Omkostningerne, der er indregnet i resultatopgørelsen som vedrører low-value leasingkontrakter som følger IFRS 16 paragraf 6. Omkostningen skal ikke inkludere omkostninger, som vedrører short term leases af low-value aktiver som indgår i pkt. C.
- E. Omkostninger, der indregnet i resultatopgørelsen som variable leasingydelser, som ikke er indregnet som en del af restforpligtelsen.
- F. Årets indkomst fra fremlejeaftaler af right of use aktivet til tredjepart.
- G. De totale udgående pengestrømme i forbindelse med leasingaftaler.
- H. Årets tilgange til right of use aktivet.
- I. Tab/gevinster ved sale-and-leaseback transaktioner.
- J. Den endelige værdi af right of use aktivet ved ultimo regnskabsår fordelt på de underliggende klasser af aktiver.

Årsrapporten skal yderligere have noteoplyst en modenhedsfordeling af restforpligtelsen af leasingforpligtelsen. Modenhedsanalysen skal opbygges i overensstemmelse med IFRS 7, paragraf 39 og Appendix B11. For eksempel skal fordelingen af ydelser, der forfalder inden for følgende perioder, i) inden for 1 år, ii) mellem 1-5 år, og iii) efter 5 år. (IFRS 16, 2016: paragraf 58)

Derudover er det et krav, at selskabet skal oplyse kvalitative og kvantitative oplysninger, såfremt dette er nødvendigt for at imødekomme formålet med noteoplysningerne jf. IFRS 16 paragraf 51. De yderligere oplysninger kunne være (IFRS 16, 2016: paragraf 59):

- A. Arten/Typen af leasingtagers leasingkontrakter.
- B. Fremtidige leasingydelser, som leasingtager forventer at skulle betale, som ikke afspejles af leasingforpligtelsen som for eksempel, 1) Andel af variable leasingydelser, der er indregnet i leasingforpligtelsen, 2) Forlængelsesoptioner og opsigelsesmuligheder, 3) Restværdier omkring garantier, og 4) Leasingkontrakter, der endnu ikke er påbegyndt, men som leasingtager er forpligtet til.
- C. Restriktioner eller covenants indført ved lejemål; og
- D. Sale and leaseback transaktioner.

6.3 Indregningsmetode

Som nævnt i afsnit 3.3 er der to metoder til at implementere IFRS 16. Vi har valgt at implementere IFRS 16 i case virksomheden, DS Norden ved brug af metode C5 b, som er med tilbagevirkende kraft med den akkumulerede effekt ved første anvendelse af standarden i overensstemmelse med paragraf C7-C13. (IFRS 16, 2016: Appendix C5b). Jf. IFRS C12 skal man ved førstegangsimpliceringen yderligere noteoplyse følgende (IFRS 16, 2016: Appendix C12):

A) Den vægtede gennemsnitlige leasingtagers gradvist voksende forrentning anvendt til leasingforpligtelsens indregning i årsrapporten på indregningstidspunktet

B) En forklaring af forskelle mellem;

iii. De operationelle leasingforpligtelser som er noteoplyst ved anvendelse af IAS 17 i den sidste aflagte årsrapport forud for implementeringstidspunktet med den diskonterede rente på implementeringstidspunktet som beskrevet i C8(a); og

iv. Leasingforpligtelserne, der er indregnet i årsrapporten på datoen for implementering

Desuden skal selskaberne i implementeringsåret ligeledes noteoplyse, hvis de bruger en eller flere af de angivne praktiske hjælpemidler i fra IFRS 16, C10. (IFRS 16, 2016: Appendix C13)

I afhandlingen er right of use aktivet, hvor den er inkluderet i de respektive regnskabsposter og forklarer via dem, hvor stor en del, der vedrører leasing. De specifikke oplysninger vil vi vise i en særskilt note.

6.3.1 Noten for finansielle omkostninger

I resultatopgørelsen skal noten for finansielle omkostninger ændres. Hvilket vi har gjort nedenfor, baseret på beregningen i kapitel 5.:

Figur 6-1 Noten for finansielle omkostninger

Finansielle omkostninger		
Beløb i USD 1.000	IFRS 16	IAS 17
Renteomkostninger, langfristet gæld m.v.	80.594	16.056
Dagsværdiregulering valutaterminsforrentning	1.488	1.488
Valutakursreguleringer	1.860	1.860
I alt	83.942	19.404

Kilde: egen tilvirkning

6.3.2 Noten for anlægsaktiver

Afskrivningerne vises ikke på nuværende tidspunkt i en separat note i DS Nordens årsrapport, men igennem noten for anlægsaktiverne. Baseret på beregningen i kapitel 5 har vi kun for skibene opstillet noten således:

Figur 6-2 Noten for anlægsaktiver

Anlægsaktiver IAS 17 (2016)				
Beløb i USD 1.000	Skibe	Ejendomme og driftsmidler	Forudbetalinger på skibe og nybyg	I alt
Kostpris 1. januar	1.618.772	78.416	23.392	1.720.580
Årets tilgang	27.961	1.047	7.805	36.813
Årets afgang	-	(73)	-	(73)
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	(480.885)	-	-	(480.885)
Kostpris 31. december	1.165.848	79.390	31.197	1.276.435
Afskrivninger 1. januar	(377.642)	(26.506)	-	(404.148)
Årets afskrivninger	(47.659)	(1.930)	-	(49.589)
Tilbageførte afskrivninger på afhændende aktiver	-	43	-	43
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	138.348	-	-	138.348
Afskrivninger 31. december	(286.953)	(28.393)	-	(315.346)
Nedskrivninger 1. januar	(376.879)	-	(11.317)	(388.196)
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	178.231	-	-	178.231
Nedskrivninger 31. december	(198.648)	-	(11.317)	(209.965)
Regnskabsmæssig værdi 31. december	680.247	50.997	19.880	751.124

Kilde: egen tilvirkning

Figur 6-3 Anlægsnote efter implementering af IFRS 16

Anlægsaktiver IFRS 16 (2016)				
Beløb i USD 1.000	Skibe*	Ejendomme og driftsmidler	Forudbetalinger på skibe og nybyg	I alt
Kostpris 1. januar	1.618.772	78.416	23.392	1.720.580
Årets tilgang	2.399.293	1.047	7.805	2.408.145
Årets afgang	-	(73)	-	(73)
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	(480.885)	-	-	(480.885)
Kostpris 31. december	3.537.180	79.390	31.197	3.647.767
Afskrivninger 1. januar	(377.642)	(26.506)	-	(404.148)
Årets afskrivninger	(382.447)	(1.930)	-	(384.377)
Tilbageførte afskrivninger på afhændende aktiver	-	43	-	43
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	138.348	-	-	138.348
Afskrivninger 31. december	(621.741)	(28.393)	-	(650.134)
Nedskrivninger 1. januar	(376.879)	-	(11.317)	(388.196)
Årets nedskrivning	(175.294)	-	-	(175.294)
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	178.231	-	-	178.231
Nedskrivninger 31. december	(373.942)	-	(11.317)	(385.259)
Regnskabsmæssig værdi 31. december	2.541.498	50.997	19.880	2.612.375

* I anlægsaktivet "Skibe" indgår der en regnskabsmæssig værdi bestående af right-of-use assets for i alt USD1.861 mio.
Der henvises til efterfølgende specifikation over right-of-use assets

Beløb i USD 1.000	Right of use assets
Kostpris 1. januar	-
Årets tilgang	2.371.332
Årets afgang	-
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	-
Kostpris 31. december	2.371.332
Afskrivninger 1. januar	-
Årets afskrivninger	(334.788)
Tilbageførte afskrivninger på afhændende aktiver	-
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	-
Afskrivninger 31. december	(334.788)
Nedskrivninger 1. januar	-
Årets nedskrivning	(175.294)
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	-
Nedskrivninger 31. december	(175.294)
Regnskabsmæssig værdi 31. december	1.861.251

Kilde: Egen tilvirkning

6.3.3 Noten for den langfristede gældsforpligtigelse

I noten for den langfristede gældsforpligtigelse skal DS Norden, vise hvor stor en del, der vedrører right of use aktivet. Vi har stillet noten op således med IAS 17 noten som sammenligning.

Figur 6-4 Noten for den langfristede del af gældsforpligtigelsen

Langfristet gæld IAS 17	
Beløb i USD 1.000	
	2016
Rentebærende forpligtelser omfatter lån, der indgår med følgende poster:	
Afdrag på langfristede forpligtelser inden for 1 år	26.171
Langfristede forpligtelser mellem 1-5 år	106.108
Langfristede forpligtelser over 5 år	83.981
I alt	216.260
For rentebærende forpligtelser udgør regnskabsmæssig værdi:	
Fast forrentede lån	25.240
Variabelt forrentede lån*	194.287
Låneomkostninger	(3.267)
I alt	216.260

* USD 13 mio. er fast forrentet indtil 2020. De variabelt forrentede lån er delvist afdækket ved renteswaps jf. note 30.

Kilde: egen tilvirkning

Ligeledes med anlægsaktiverne, så skal DS Norden vise en specifikation af forpligtelsen. Dette har vi vurderet, at regnskabslæser vil forvente en note som nedenfor:

Figur 6-5 Langfristede gæld IFRS 16

Langfristet gæld IFRS 16	
Beløb i USD 1.000	2016*
Rentebærende forpligtelser omfatter lån, der indgår med følgende poster:	
Afdrag på langfristede forpligtelser inden for 1 år	374.336
Langfristede forpligtelser mellem 1-5 år	1.428.345
Langfristede forpligtelser over 5 år	476.046
I alt	2.278.727
For rentebærende forpligtelser udgør regnskabsmæssig værdi:	
Fast forrentede lån	25.240
Variabelt forrentede lån**	2.256.754
Låneomkostninger	(3.267)
I alt	2.278.727

* I 2016 indgår der leasingforpligtelser for i alt USD 2.062 mio. Nedenfor er vist en spec. af forpligtelsen

** USD 13 mio. er fast forrentet indtil 2020. De variabelt forrentede lån er delvist afdækket ved renteswaps jf. note 30.

Right-of-use assets	
Beløb i USD 1.000	2016
Rentebærende forpligtelser omfatter leasingforpligtelser, der indgår med følgende poster:	
Afdrag på langfristede forpligtelser inden for 1 år	348.165
Langfristede forpligtelser mellem 1-5 år	1.322.237
Langfristede forpligtelser over 5 år	392.065
I alt *	2.062.467
- heraf hensat 2016**	(175.294)
I alt	1.887.173

* DS Norden har indgået leasingkontrakter om nybyggede skibe, som ikke er påbegyndt, men som DS Norden er forpligtet til i fremtiden. Disse kontrakter svarer til USD 436 mio.

** Hensættelse på tabsgivende timecharter kontrakter.

Kilde: Egen tilvirkning

6.4 Delkonklusion

IAS 17 har fået meget kritik for ikke at give nok værdi og blive bagatelliseret over tid. Henrik beskriver noten således ved vores interview, "Det er den mest ligegyldige note, som alle mere eller mindre bladere forbi, og leasingforpligtelsen har regnskabsbrugere historisk set ikke skænket en tanke." (Bilag 6-1, 2017: 01:34).

IASB har ved IFRS 16 hævet præsenterations- og oplysningskravene, hvilket betyder, at dette fremover får en markant større betydning i årsrapporterne. Hvilket statueres ved, at præsentationen af leasing

skal ske som en særskilt regnskabspost, eller alternativt skal selskabet udarbejde en note, der kun omhandler leasing.

IFRS 16 kræver en note, som forklarer leasingens betydning, faktiske omkostninger og baggrunden for det indregnede right of use aktiv og forpligtelse. Det er vores vurdering, at dette vil hæve nytteværdien for regnskabsbrugerne omkring leasing og styrke deres mulighed for at vurdere selskabernes reelle finansielle situation. Endvidere vil dette også øge gennemsigtigheden med de lukkede brancher, som shipping blandt andet er en del af, da rederierne er sparsomme med at dele deres forretning, grundet den skarpe konkurrence, og det er en lav-margins branche, hvorfor der fra selskabernes side er en interesse i ikke at åbne for meget op.

Nytteværdien for en analytiker vil ud over ovenstående også betyde, at mængden af skøn mindskes, og selskaberne bliver tvunget til at åbne for informationsniveauet, hvilket gør, at analytikerne i stedet for selv at skulle vurdere, hvilke forudsætninger der ligger til grund, i højere grad kan vurdere, hvilke af selskaberne der ligger og justerer på følsomme variabler, hvis de er uenige i både positiv og negativ retning. Desuden vil analytikerne få adgang til de informationer, der ikke tidligere har været tilgængelige. Så spørgsmålet er, om præsentations- og notekravene vil hæve muligheden for, at analytikerne kan komme så tæt de korrekte forudsætninger, som indgår i indregningen af right of use aktivet og forpligtelserne?

IFRS 16 kommer også med en pris. Den administrative byrde vil stige for selskaberne. Multikoncerner vil have svært ved at oplyse fuldstændige og nøjagtige tal uden at skulle implementere ekstremt omfattende rapporteringskrav til øvrige dele af koncernen, samt indholdet af noterne kan fylde for meget i forhold til værdien de giver. Risikoen er derved, at selskaberne vil forsøge at generalisere oplysninger så meget som muligt for at kunne dække flest mulige kontrakter ind under de samme oplysninger. Derved vil kravene give den modsvarende effekt end standarden ønsker, og derfor vil det mindske regnskabsbrugernes nytteværdi. Dette betyder, at sammenligneligheden til konkurrenterne vil mindskes, da det ikke er det reelle billede af selskabets situation, der afspejles.

7 Nøgletalsanalyse

Som vist ved beregningen af right of use aktivet og leasingforpligtigelsen i kapitel 5 har implementeringen af IFRS 16 stor betydning for selskabernes balancer, hvilket ligeledes vil føre til ændringer i nøgletallene. Ved interview af Jacob Pedersen fortalte han, at selskabers performance og aktiemål bliver vurderet ud fra brancherapporter og selskabets nøgletal. Dette kapitel vil have fokus på at Finansforeningens anbefaler, at selskaberne oplyser informationer og hvor interessentens fokus burde være. Derfor har Finansforeningen opdateret deres anbefalinger og nøgletsrapport, hvor særligt appendiks XIII er interessant. Denne har fokus på præcis afhandlingens problemstilling, hvilket overskriften på appendiksets indikerer, "Regnskabsmæssige ændringer af leasing på vej – selskaber og analytikere bør forbedre sig". (Finansforeningen (2015):39)

Baseret på DS Nordens årsrapport for 2016 vil dette kapitel belyse effekten af implementeringen af IFRS 16 og hvad det betyder for hoved- og nøgletallene. Hvilket kan gøres ved at sammenholde DS Norden nøgletal fra før og efter implementering af IFRS 16. Udviklingen i nøgletallene vil derefter blive analyseret for at belyse effekten og hvilke nøgletal, der skal være særligt fokus på fremadrettet.

Endvidere vil det være interessant at sammenholde de korrigerede nøgletal for DS Norden med et sammenligneligt selskab, hvor valget er faldet på TORM. Derfor vil vi analysere forholdet mellem de to rederier inden IFRS 16 og efter for at belyse, hvilken effekt IFRS 16 har og om nøgletal vil være mere sammenlignelige end inden implementeringen. Dette vil illustrere problematikken som en analytiker og andre regnskabsinteressenter vil møde.

Finansforeningen anbefaler rederier at vise følgende informationer for hoved- og nøgletal for at kunne skabe et ensartet analysegrundlag ud fra de regnskabsoplysninger som børsnoterede selskaber offentliggøre. Vi har nedenfor udplukket de væsentligste nøgletal for rederier, som vi vil gennemgå (Finansforeningen (2015):26).

Generelt bør rederier opdele deres driftsomkostninger i henholdsvis rejseomkostninger og driftsomkostninger. Rejseomkostninger er havneomkostninger, mæglerhonorar, bunkeromkostninger samt kanalafgifter. Driftsomkostninger er vedligeholdelse, forsyninger til mandskab og drift, lageromkostninger og lønninger og forsikringer. Ydermere er det vigtigt, at resultatopgørelsen segmentopdeles således, at der oplyses et driftsresultat for hvert segment. (Finansforeningen (2015):27-28)

Derudover er det anbefalet at udsende en specifikation af deres flåde, hvor skibene er specificeret efter type, størrelse og alder. Hvis rederiet, som ved DS Norden, har leaset deres skibe, er dette fortsat en anbefaling, at dette specificeres. (Finansforeningen (2015):27-28)

Værdiansættelsen af selskaberne ud fra et hoved- og nøgletalssynspunkt er det anbefalingen, at værdiansættelsen baserer sig primært på indtjeningsbaserede multipler, såsom P/E, EV/EBIT og EV/EBITDA. (Finansforeningen (2015):27-28) I analysen gennemgås nøgletallene P/E, E/V, NOPLAT, Omsætning/investeret kapital, Likviditetsgraden, Nettorentebærende gæld / EBITDA, Soliditetsgrad og Finansiell gearing, der alle bliver påvirket af IFRS 16.

7.1 Reguleret resultatopgørelse og balance for DS Norden

For at kunne analysere effekten af IFRS 16 har vi foretaget et reguleret regnskab for DS Norden baseret på tallene pr. 31.12.2016 og er foretaget på baggrund af beregningerne foretaget i kapitel 5.

I afsnit 3.5.1 og 3.5.2 er indvirkningen af implementeringen på resultatopgørelsen og balancen af IFRS 16 gennemgået. Indeværende afsnit gennemgår de reguleringer, der er foretaget for at kunne opstille et reguleret regnskab for DS Norden.

7.1.1 Reguleret resultatopgørelse for DS Norden

Figur 7-1 Reguleret regnskab – resultatopgørelsen

DS Norden A/S USD'000	IAS 17 - 31.12.2016	IFRS 16 Primo	IFRS 16 Årets bevægelse	IFRS 16 Andre reguleringer	IFRS 16 - 31.12.2016 Ultimo
RESULTATOPGØRELSE					
Omsætning	1.251.187				1.251.187
Andre driftsindtægter, netto	12.704				12.704
Driftsomkostninger - skibe	(1.187.759)		373.403	175.294	(639.062)
Andre eksterne omkostninger	(14.036)				(14.036)
Personaleomkostninger, Landbaseret	(31.488)				(31.488)
Resultat før afskrivninger EBITDA	30.608		373.403	175.294	579.305
Salgsavance og tab, skibe mv.	(45.544)				(45.544)
Afskrivninger	(49.589)		(334.788)		(384.377)
Resultatandele af joint ventures	47				47
Resultat af drift før nedskrivninger	(64.478)		(334.788)	-	149.431
Nedskrivninger på skibe og nybygninger	-			(175.294)	(175.294)
Resultat af Primær drift (EBIT)	(64.478)		-	(175.294)	(25.863)
Dagsværdireguleringer af visse sikringsinstrumenter	34.520				34.520
Finansielle indtægter	7.144				7.144
Finansielle omkostninger	(19.404)		(64.538)		(83.942)
Resultat før skat	(42.218)		(64.538)	-	(68.140)
Årets skat	(3.373)				(3.373)
Årets resultat	(45.591)		(25.922)	-	(71.513)

Kilde: egen tilvirkning

Baseret på beregningerne i kapitel 5 viser figur 7-1 ændringerne ved implementeringen af IFRS 16. Figuren starter med resultatopgørelsen i kolonne et efter IAS 17 fra DS Nordens årsrapport 2016 (DS Norden, 2016: 45). Kolonne "IFRS 16 – Årets bevægelse" er årets bevægelser som udgør tilbageførsel af driftsomkostningen som fordeles ud på afskrivningerne og renteomkostningerne, jf. Bilag 3. Endvidere er hensættelsen vedrørende tabsgivende kontrakter ført tilbage, og aktivitet nedskrevet med den samme værdi. Som nævnt i kapitel 3 er der en resultateffekt ved implementeringen på negativ USD 25.922 tusinde og dermed en effekt på egenkapitalen. Dette er ikke nødvendigvis dårligt for selskabets nøgletal, da mange vil være påvirket af et markant højere EBITDA og lidt højere EBIT.

7.1.2 Reguleret balance for DS Norden

Nedenfor illustreres effekten af implementeringen på balancen startende med aktivsiden. Efter beregningen i kapitel 5 er regnskabsposten right of use aktiver tilføjet og præsenteret under anlægsaktiverne (IFRS 16(2016): paragraf 47). Som det fremgår af figur 7-2 er kolonne "IFRS 16 – Primo" indregningen af right of use aktivet på USD 2.371 mio., jf. Bilag 3, hvor modposten er tilsvarende på passivsiden, figur 7-3. I "IFRS 16 – Årets Bevægelse" fremgår årets afskrivning og i næste kolonne vises nedskrivningen af anlægsaktiverne med værdien af de tabsgivende kontrakter. Derved vil værdien af right of use aktivet udgøre USD 1.861 mio.

Figur 7-2 Reguleret regnskab – aktiverne

AKTIVER USD'000	IAS 17 - 31.12.2016	IFRS 16 Primo	IFRS 16 Årets Bevægelse	IFRS 16 Andre reguleringer	IFRS 16 - 31.12.2016 Ultimo
Skibe	680.247				680.247
Right of Use assets	-	2.371.332	(334.788)	(175.294)	1.861.251
Ejendom og driftsmidler	50.997				50.997
Forudbetalinger på skibe og nybygninger	19.880				19.880
Materielle aktiver	751.124	2.371.332	(334.788)	(175.294)	2.612.375
Kapitalandele i joint ventures	15.927				15.927
Finansielle aktiver	15.927	-	-	-	15.927
Langfristede aktiver	767.051	2.371.332	(334.788)	(175.294)	2.628.302
Beholdninger	44.062				44.062
Fragtilgodehavende	85.253				85.253
Tilgodehavende hos joint ventures	5.030				5.030
Andre tilgodehavende	39.142				39.142
Periodeafgrænsningsposter	74.474				74.474
Værdipapirer	18.668				18.668
Likvider	245.182				245.182
Materielle aktiver bestemt for salg	22.168				22.168
Kortfristede aktiver	533.979	-	-	-	533.979
Aktiver	1.301.030	2.371.332	(334.788)	(175.294)	3.162.281

Kilde: egen tilvirkning

For passivsiden foretages følgende reguleringer illustreret i figur 7-3 nedenfor, kolonne "IFRS 16 – Primo". Leasingforpligtigelsen bliver indregnet og fordelt i en kort og lang del. kolonnen "IFRS 16 – Årets Bevægelse" posteres årets afdrag på gælden samt at resultateffekten bliver indregnet på egenkapitalen af den negative effekt ved IFRS 16. Herudover bliver der foretaget to yderligere reguleringer, den kortfristede del af de langfristede forpligtelser opdateres, samt at hensættelsen til tabsgivende kontrakter bliver ført tilbage baseret på beregningen i kapitel 3.

Figur 7-3 Reguleret regnskab – passiver

Passiver USD'000	IAS 17 - 31.12.2016	IFRS 16 Primo	IFRS 16 Årets Bevægelse	IFRS 16 Andre reguleringer	IFRS 16 - 31.12.2016 Ultimo
Aktiekapital	6.706				6.706
Reserver	(509)				(509)
Overført resultat	795.209		(25.922)		769.287
Egenkapital	801.406	-	(25.922)	-	775.484
Lån	190.089				190.089
Leasing forpligtelser		2.062.467	(308.865)	(39.300)	1.714.302
Hensatte forpligtelser	91.952			(91.952)	-
Modtagne forudbetalinger på skibe til videresalg	-				-
Langfristede forpligtelser	282.041	2.062.467	(308.865)	(131.252)	1.904.391
Lån	26.171				26.171
Leasing forpligtelser		308.865		39.300	348.165
Hensatte forpligtelser	95.217			(83.342)	11.875
Leverandører af varer og tjenesteydelser	42.395				42.395
Anden gæld	20.240				20.240
Periodeafgrænsningsposter	28.460				28.460
Forpligtelser relateret til materielle aktiver bestemt for salg	5.100				5.100
Kortfristede forpligtelser	217.583	308.865	-	(44.042)	482.406
Forpligtelser	499.624	2.371.332	(308.865)	(175.294)	2.386.797
Passiver	1.301.030	2.371.332	(334.788)	(175.294)	3.162.281

Kilde: egen tilvirkning

7.2 Gennemgang af IFRS 16's udvikling på hoved- og nøgletal

På baggrund af det reguleret regnskab vil vi nu analysere udviklingen i hoved- og nøgletallene efter implementeringen af IFRS 16. For at illustrere dette har vi udarbejdet nedenstående figurer, der analyserer udviklingen i en række af DS Nordens hoved- og nøgletal.

7.2.1 Hoved- og nøgletal

Figur 7-4 Hoved- og nøgletal

Hoved- og Nøgletal Resultatopgørelsen, USD mio.	2016 IFRS	2016	2015	2014	2013	2012
Omsætning	1.251,2	1.251,2	1.653,4	2.038,1	2.145,9	2.131,4
Omkostninger	(671,9)	(1.220,6)	(1.632,9)	(2.299,6)	(2.121,6)	(1.983,5)
Resultat før afskrivninger (EBITDA) (eksl. Hensættelser)	579,3	30,6	165,5	(31,3)	24,3	147,9
Hensættelse til Joint Ventures	-	-	(145,0)	(230,0)	-	-
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	579,3	30,6	20,5	(261,3)	24,3	147,9
Salgsavancer og -tab, skibe mv.	(45,5)	(45,5)	(31,0)	-	2,5	(23,9)
Af- og nedskrivninger	(559,7)	(49,6)	(248,6)	(68,2)	(79,0)	(388,5)
Resultat af primær drift (EBIT)	(25,9)	(64,5)	(282,0)	(335,5)	(51,3)	(265,4)
Dagsværdireguleringer af visse sikringsinstrumenter	34,5	34,5	9,1	(61,9)	10,6	(10,1)
Finans, netto	(76,8)	(12,3)	(9,4)	(15,2)	(2,5)	1,7
Resultat før skat	(68,1)	(42,2)	(282,3)	(412,5)	(43,2)	(273,9)
Årets resultat	(71,5)	(45,6)	(284,9)	(415,6)	(47,7)	(278,8)
Opgørelse af den finansielle stilling, USD mio.	2016 IFRS	2016	2015	2014	2013	2012
Langfristede aktiver	2.628,3	767,1	945,7	1.221,0	1.215,2	1.149,8
Aktiver i alt	3.162,3	1.301,0	1.604,7	1.778,0	2.061,2	2.033,4
Egenkapital (inkl. Minoritetsinteresser)	775,5	801,4	856,1	1.139,3	1.604,8	1.687,2
Forpligtelser	2.386,8	499,6	748,6	638,7	456,4	346,2
Investeret kapital	2.829,7	753,8	788,7	1.131,6	1.377,0	1.314,2
Netto renteberende aktiver	(2.054,2)	47,6	67,3	7,7	227,8	373,0
Likvider og værdipapirer	263,9	263,9	365,7	238,3	486,1	528,6

Kilde: egen tilvirkning

Figur 7.4, viser de sidste fem års hoved- og nøgletal for DS Norden baseret på DS Nordens årsrapport 2016 (DS Norden, 2016: 3) samt år "2016 IFRS", som er udarbejdet efter vores reguleret resultatopgørelse og balance jf. Bilag 4. Vi har behandlet de fleste hoved- og nøgletal ved gennemgangen af de forrige kapitler, hvorfor der kort nedenfor vil blive redegjort for de væsentligste ændringer.

EBITDA er det investorerne oftest bruger som et syn på selskabets pengestrømme, da nøgletallet viser rentabilitet før renter til finansiering og skyldig skat. Finansforeningen påpeger, at nøgletallet ikke er brugbart, hvis der analyseres på tværs af brancher. Hvilket skyldes, at nøgletallet er påvirket af kapitalintensiteten og ikke tager højde for behovet for investeringer i anlæg, arbejdskapital eller hensættelser. (Finansforeningen (2015):6)

Da en analytiker ser EBITDA som et selskabs resultat af pengestrømme, vil den uøvede interessent se dette som, at DS Norden har forbedret deres bruttofortjeneste og deres driftsresultat inden afskrivninger og nedskrivninger markant. Hvilket vil give interessenten indtryk af, at DS Nordens indtjening pr. transporteret vare er forbedret væsentligt.

Dog vil det forbedrede EBITDA blive næsten udligninger af en tilsvarende stigning i af- og nedskrivningerne som følge af den store tilgang på anlægsaktiver. Hvorfor den uøvede analytiker vil se det forbedrede driftsresultat som en effekt af tilgangen på anlægsaktiverne som driveren herfor. Det er ikke en forbedret drift, der er driveren, men derimod en regnskabsteknisk ændring. Derved er stigningen i EBIT minimal, og som tidligere skrevet kun de finansielle omkostninger til forskel.

De finansielle indtægter/omkostninger netto, finans netto, er som vist i figur 7-4, at DS Norden vil have finansielle omkostninger netto på USD 76.798 tusinde. Hvilket afspejler den store forpligtigelse, der er opstået i året, hvilket ligeledes afspejles af hovedtallene Langfristede aktiver, Investeret kapital og Netto rentebærende aktiver.

7.2.2 Nøgletal for pengestrømme

Figur 7-5 Nøgletal for pengestrømme

Pengestrømme, USD mio.	2016 IFRS	2016	2015	2014	2013	2012
Fra driftsaktiviteter	229,2	(79,7)	76,9	(46,0)	(8,9)	122,1
Fra investeringsaktiviteter	102,1	102,1	(112,9)	66,2	(61,9)	7,0
Fra finansieringsaktiviteter	(394,2)	(85,3)	67,5	(79,4)	62,5	(37,9)
Årets likviditetsændring	(62,9)	(62,9)	31,5	(59,2)	(8,3)	91,2

Kilde: egen tilvirkning

Nøgletallene for pengestrømmene vil som vist i figur 7-5 have to ændringer ved implementeringen af IFRS 16. Det fremgår heraf at DS Norden får en positiv pengestrøm fra driftsaktiviteter grundet leasingydelsen nu bliver vist som pengestrøm fra finansieringsaktiviteter, hvor den modsatte effekt fremgår. Derved vil IFRS 16 ikke have nogen effekt på selskabets pengestrømme, hvilket måtte forventes, da IFRS 16 kun er en regnskabsteknisk øvelse. Det interessante er, om IFRS 16 gør DS Nordens pengestrømme mere sammenlignelige med andre konkurrenter, der for eksempel anvender egen finansiering af skibe.

7.2.3 Kurs- og regnskabsrelaterede nøgletal

Figur 7-6 Kurs- og regnskabsrelaterede nøgletal

Kurs- og regnskabsrelaterede nøgletal	2016 IFRS	2016	2015	2014	2013	2012
Aktierelaterede hoved- og nøgletal						
Antal aktier á DKK 1 (inkl. Egne aktier)	42.200.000	42.200.000	42.200.000	42.200.000	43.000.000	43.000.000
Antal aktier á DKK 1 (eksl. Egne aktier)	40.467.615	40.467.615	40.467.615	40.460.055	40.770.988	41.277.839
Antal egne aktier	1.732.385	1.732.385	1.732.385	1.739.945	2.229.012	1.722.161
Indtjening pr. aktie (EPS) (DKK)	(1,7)	(1,1)	(7,0)	(10,3)	(1,2)	(6,8)
Udvandet indtjening pr. aktie (Udvandet EPS)(DKK)	(1,7)	(1,1)	(7,0)	(10,3)	(1,2)	(6,8)
Udbytte pr. aktie	-	-	-	-	5	3
Indre værdi pr. aktie (DKK)	18,4	19,0	21,2	28,2	39,4	40,9
Aktiekurs ultimo pr. aktie DKK 1	110,5	110,5	122,1	131,4	285,0	163,1
Kurs/indre værdi	0,7	0,8	0,8	0,8	1,3	0,7

Kilde: egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen, er det kun indre værdi pr. aktie, som bliver påvirket væsentligt af de kurs og regnskabsrelaterede hoved- og nøgletal. Hvilket kan henføres til, at årets resultat samt egenkapitalen har udviklet sig negativt for implementeringsåret.

7.2.4 Øvrige nøgletal

Figur 7-7 Øvrige nøgletal

Øvrige nøgletal	2016 IFRS	2016	2015	2014	2013	2012
EBITDA-ratio	46,3%	2,4%	1,2%	-12,8%	1,1%	6,9%
ROIC	5,3%	-8,4%	-10,6%	-26,7%	-3,8%	2,3%
ROE	-2,1%	-5,2%	-28,6%	-30,3%	-2,9%	-15,1%
Payout ratio (eksl. Egne aktier)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Soliditet	24,5%	61,6%	53,3%	64,1%	77,9%	83,0%
Samlet antal skibsdage for Koncernen	78.765	78.765	75.763	83.866	90.069	84.028
USD kurs ultimo	705,28	705,28	683,00	612,14	541,27	565,91
USD kurs gennemsnit	673,27	673,27	672,69	561,90	561,60	579,72

Kilde: egen tilvirkning

Øvrige nøgletal som DS Norden viser i deres årsrapport er listet i figur 7-7. Her ses der tydelige ændringer for hvert nøgletal, der påvirkes af implementeringen.

7.2.4.1 EBITDA-ratio

EBITDA-ratio, stiger med hele 43,9% point, hvilket indikerer, at DS Nordens rentabilitet før finansiering og afskrivninger er væsentligt forbedret som nævnt ved nøgletallet. Men som alt andet lige indikerer, at DS Norden nu tjener 46,3% pr. solgte kr. og derved har mulighed for at reinvestere eller afvikle gælden hurtigere og derved opnå "sorte" tal på bundlinjen.

7.2.4.2 ROIC

Return on invested capital, ROIC, er afkastet investoren får af den investerede kapital. Jf. Finansforeningen kan den investerede kapital defineres ud fra en aktivside og en passivside. Fra aktivsiden så vil den investerede kapital være et udtryk for summen af de immaterielle og materielle driftsmæssige anlægsaktiver samt netto arbejdskapitalen. Derimod fra passivsiden så er den investerede kapital egenkapitalen og den netto rentebærende gæld. (Finansforeningen (2015):5).

Finansforeningen påpeger, at ROIC kan beregnes inklusiv og eksklusiv goodwill. Forskellen er, om man vil se på ren performance for selskabet, hvorfor man undlader goodwill, eller man vil se ledelsens historik for at vurdere denne, hvorfor man inkluderer den. Nøgletallet beregnes ved EBITA divideret med gennemsnitlig investeret kapital. (Finansforeningen (2015):5). ROIC har generelt været negativ, hvilket betyder, at for hver krone, der bliver investeret i DS Norden, så taber investor i 2016 efter IAS 17, 8,4% pr. investeret krone.

Derimod efter IFRS 16 vil investoren nu tjene 5% pr. investeret krone, hvilket alt andet lige indikerer, at selskabet er blevet mere interessant fra en investors synspunkt.

7.2.4.3 ROE

Return on equity, ROE, er egenkapitalforrentningen, som er påvirket af et selskabs gearing og dets ROIC, hvorfor dette nøgletal forbedres, når ROIC forbedres.

7.2.4.4 Soliditetsgraden

Soliditetsgraden er den historiske måde at vise et selskabs solvensgrad, den beregnes ved egenkapital eksklusiv minoriteter, divideret med samlede aktiver. (Finansforeningen (2015):9). I dette tilfælde forværres den fra 61,6% til 24,5% efter implementeringen af IFRS 16, hvilket skyldes, at fremmedkapitalen nu udfører en endnu større del af den samlede kapital i selskabet.

Ud over de hovedtal som DS Norden selv viser i deres årsrapport, har vi yderligere analyseret på de kommende nøgletal, som Finansforeningen også anbefaler.

7.2.4.5 P/E

Price Earnings, P/E, er det prisrelaterede nøgletal, der jf. Finansforeningen er det hyppigst anvendte i forbindelse med værdiansættelser. Nøgletallet udtrykker prisen for en kroners overskud i selskabet. Ved sammenligning af P/E på flere selskaber bør der foretages identiske korrektioner for særlige poster. Det beregnes ved at dividere Børskurs med Earnings Per Share ("EPS"). (Finansforeningen (2015):13) Det skal tilføjes, at EPS bliver udregnet ved at dividere årets resultat med det gennemsnitlige antal aktier. Som følge af implementeringen forringes resultatet, hvorfor nøgletallet ligeledes forringes.

7.2.4.6 E/V

Enterprise Value, E/V, viser jf. Finansforeningen selskabets værdi på gældfri basis uanset selskabsstruktur. Det vil sige markedsværdien af den underliggende investerede kapital. Det er essentielt at medtage minoriteter og associerede selskaber til markedsværdi. E/V beregnes ved børsværdi plus nettorentebærende gæld plus markedsværdi af minoriteter minus markedsværdi af andel af associerede selskaber minus markedsværdi af andre ikke-driftsmæssige aktiver. (Finansforeningen (2015):4). Dette nøgletal er væsentligt i værdiansættelsen og vurderingen af et selskab jf. Jacob Pedersen fra Sydbank (Pedersen (2), 2017: 02:29). E/V er efter IAS 17 på USD 4.508 mio., men derimod USD 2.384 mio. efter IFRS 16. Udviklingen skyldes den negative udvikling i nettorentebærende gæld, hvilket sker efter indregningen af forpligtelserne. Faldet i E/V er så væsentligt, at analytiker skal tage højde for leasingen i sin vurdering, da denne udvikling kan ændre en anbefaling omkring køb eller salg af en aktie, da værdien ifølge nøgletallet næsten halveres.

Der kan stilles spørgsmål ved, om DS Nordens værdi efter IFRS 16 er mere sammenlignelig med selskaber, der selv ejer deres skibe? Nøgletallet illustrerer meget godt pointen igennem afhandlingen om, hvorfor selskaber har en interesse i at vise en så "slank" balance som muligt, da dette har en direkte effekt på E/V, hvilket er yderst interessant med køb og salg af selskaber for øje.

7.2.4.7 NOPLAT

Net Operating Profit Less Adjusted Taxes, NOPLAT, er driftsresultatet efter skat for selskaber. Jf. Finansforeningen er skatten et udtryk for den skat af EBITA, hvis der ikke var ikke-driftsmæssige indtægter og omkostninger eller nettogæld som selskabet skulle betale. Selve skatten kan beregnes ved den samlede skattesats minus den marginale selskabsskatteprocent gange med summen af nettorenter plus ikke-driftsmæssige nettoindtægter. Det er værd at informere, at NOPLAT indgår i beregningen for ROIC som tæller. (Finansforeningen (2015):3) Efter IAS 17 har vi beregnet en NOPLAT til negativ USD 65.154 tusinde. Da NOPLAT er driftsresultatet efter skat, er dette efter IFRS 16 beregnet til en forbedring på USD 228.107 tusinde.

7.2.4.8 Omsætning/Investeret kapital

Finansforeningen påpeger, at omsætning divideret med investeret kapital er den "nemmeste" måde at belyse et selskabs kapitalintensitet og derved vise, hvor effektivt den investerede kapital udnyttes. Dette er performance baseret og beregnes ved omsætning divideret med investeret kapital eksklusiv goodwill. (Finansforeningen (2015):5). Efter IAS 17 havde DS Norden en omsætning/investeret kapital på 166%, hvilket er meget højt. Efter IFRS 16 er nøgletallet faldet, hvilket fortsat er højt 45%.

7.2.4.9 Overskudsgrad

Overskudsgraden viser virksomhedens rentabilitet i forhold til driften. Finansforeningen informerer, at nøgletallet er en god driver til at se, hvilket rederi, der ud fra dets omsætning tjener mest pr. krone i forhold til deres primære drift. Nøgletallet er beregnet ved EBIT divideret med omsætning (Finansforeningen (2015):6). Da dette beregnes ud fra EBIT, har vi tidligere beskrevet, hvorledes EBIT er forbedret og at dette også vil påvirke overskudsgraden. Efter IAS 17 var nøgletallet negativt 5%, og efter IFRS 16 er dette blevet forbedret til negativ 2%.

7.2.4.10 Likviditetsgrad

Likviditetsgraden er et udtryk for forskellen mellem de kortfristede aktiver og den kortfristet gæld. (Finansforeningen (2015):8). Dette nøgletal er interessant, da det viser, hvor mange gange selskabet kan dække de forpligtelser de har indenfor 12 måneder. Efter IAS 17 havde DS Norden en likviditetsgrad på i alt 245%. Efter implementeringen af IFRS 16 så er dette nøgletal faldet til 121%. IFRS 16 gør faktisk dette nøgletal mere gennemsigtig, da DS Norden har forpligtelser vedrørende deres skibe, og ved IAS 17 så havde dette kun ramt driften. Så her bliver interessenten hjulpet til at kunne få et mere retvisende billede af selskabet.

7.2.4.11 Nettorentebærende gæld/EBITDA

Finansforeningen informerer, at dette nøgletal viser, hvad selskabets driftsmæssige evne til tilbagebetaling er. Nøgletallet er ofte et væsentligt nøgletal for lånebetingelser (covenants). Nøgletallet beregnes ved at dividere den nettorentebærende gæld med EBITDA. Det er beregnet ved at tage den nettorentebærende gæld og dividere den med EBITDA. (Finansforeningen (2015):9). Dette nøgletal er interessant med henblik på IFRS 16, da EBITDA er væsentligt forbedret, men den nettorentebærende gæld er væsentligt forværret efter implementeringen af IFRS 16. Nøgletallet er gået fra 155%, hvilket skyldes den "positive" nettorentebærende gæld til negativ 355%. Hvilket indikerer, at DS Norden ikke kan tilbagebetale dets gæld ud fra ren generering kommende fra den daglige drift.

7.2.4.12 Finansiell gearing

Den finansielle gearing vil ændre sig markant jf. Finansforeningen, da nøgletallet viser et selskabs gearing i forhold til dets regnskabsmæssige værdier. Det beregnes ved nettorentebærende gæld divideret med egenkapitalen inkl. Minoriteter. (Finansforeningen (2015):9). Fordi både tæller og nævner i beregningen har ændret sig negativt ved implementeringen. Efter IAS 17 var den finansielle gearing 6% og efter IFRS 16 er den nu beregnet til negativ 355 %, hvilket skyldes den indregnede forpligtelse, der ændrer den nettorentebærende gæld fra positiv USD 47 mio. til negativ USD 2.054 mio.

7.3 Opsamling på hoved- og nøgletal

Det kan konkluderes, at implementeringen i den grad påvirker nogle nøgletal, og særligt de øvrige nøgletal er påvirket som følge af markant bedre EBITDA og forbedret EBIT. Endvidere har indregningen af et aktiv og forpligtigelse på ca. 188% af balancesummen inden implementeringen også en væsentlig betydning på blandt andet EBITDA-ratio, nettorentebærende gæld, ROIC, Soliditeten og Enterprise Value. DS Norden vil efter implementeringen have en rentabel drift, som giver 46,3% pr. omsatte krone, hvilket er en forbedring på 43,9% point i forhold til IAS 17. DS Norden for en investors synspunkt ser bedre ud, da ROIC er steget fra at give et negativt afkast til et positivt afkast.

Diskussionen og det store spørgsmål er nu, om IFRS 16 gør DS Norden mere transparent og sammenlignelig i forhold til konkurrenter?

7.4 Sammenholdelse af DS Norden og TORM

I de foregående afsnit kan det konkluderes, at DS Nordens finansielle performance og position ændres markant ved implementeringen af IFRS 16. For at kunne vurdere om disse ændringer giver et mere retvisende billede af DS Norden og i forhold til konkurrenter, som anvender en anden finansiering end leasing, har vi derfor valgt at sammenholde DS Nordens hoved- og nøgletal med TORM.

Valget af TORM skyldes, at de ligeledes er et rederi med base i Danmark, aflægger årsrapport efter IFRS og i USD. Der er dog nogle forskelle mellem DS Norden og TORM, som læseren skal have in mente. Selskaberne anvender forskellige strategier til finansiering af flåden. TORM's strategi er primært at eje alle skibene, hvor DS Nordens strategi derimod er primært at lease. DS Norden ejer 40 skibe og leaser 196, hvoraf 84 er på timecharter kontrakter over tretten måneder. De resterende er enten leasede skibe, som er på kontrakter med en kontraktlængde på mindre end tolv måneder, samt skibe som er ejet via pools. TORMs flåde består af 81 skibe, hvorfor vi kan foretage en benchmarking af udviklingen imod TORMs tal. Inden overgangen til IFRS 16 så vil DS Norden ikke være så kapitalbundet i dets aktiver som TORM, da de ikke ejer så mange skibe som TORM, hvilket vil sige, at de kan kapacitetstilpasse sig nemmere, samt at deres flåde vil bestå af nyere skibe, hvorfor de kan fragte mere last, hurtigere og mere

omkostningsbesparende, hvilket burde forbedre dækningen pr. transportrute imod skibe, som er ældre. Dette vil dog være afhængigt af de aftalte timecharter rates som kontrakterne er indgået med.

TORM oplyser i deres årsrapport for 2016, note 18, at de har samlede operationelle leasingforpligtigelser for i alt USD 18,8 mio., hvoraf USD 12,4 mio. vil være short term leases, da disse forfalder indenfor 12 måneder og derved ikke skal indregnes efter IFRS 16 (TORM, 2016:102). Den resterende del antager vi som uvæsentligt for vores analyse, hvorfor vi ikke vil udarbejde en korrigeret balancen for TORM til brug for sammenholdelsen.

I figur 7-8 har vi opstillet hoved- og nøgletallene for henholdsvis DS Norden efter IAS 17 og IFRS 16 samt TORM's for 2016. Det er denne opgørelse, der vil danne grundlaget for vores sammenholdelse.

Figur 7-8 Hoved- og nøgletal, sammenholdelse

Hoved- og Nøgletal	DS Norden IFRS 16	TORM IAS 17	DS Norden IAS 17
Resultatopgørelsen, USD mio.	2016	2016	2016
Revenue	1.251,2	680,1	1.251,2
Omkostninger	(671,9)	(438,6)	(1.220,6)
Resultat før afskrivninger (EBITDA) (eksl. Hensættelser)	579,3	200,0	30,6
Hensættelse til Joint Ventures	-	-	-
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	579,3	200,0	30,6
Salgsavancer og -tab, skibe mv.	(45,5)	-	(45,5)
Af- og nedskrivninger	(559,7)	(307,2)	(49,6)
Resultat af primær drift (EBIT)	(25,9)	(107,2)	(64,5)
Dagsværdireguleringer af visse sikringsinstrumenter	34,5	-	34,5
Finans, netto	(76,8)	(34,5)	(12,3)
Resultat før skat	(68,1)	(141,7)	(42,2)
Årets resultat	(71,5)	(142,5)	(45,6)
Opgørelse af den finansielle stilling, USD mio.	DS Norden IFRS 16	TORM IAS 17	DS Norden IAS 17
Langfristede aktiver	2.628,3	1.390,0	767,1
Aktiver i alt	3.162,3	1.571,3	1.301,0
Egenkapital (inkl. Minoritetsinteresser)	775,5	780,6	801,4
Forpligtelser	2.386,8	790,7	499,6
Investeret kapital	2.790,4	1.387,8	753,8
Netto rentebærende aktiver	(2.014,9)	(607,2)	47,6
Likvider og værdipapirer	263,9	76,0	263,9

Kilde: Egen tilvirkning

Hoved- og nøgletallene viser et indblik i selskabets egen finansielle situation, hvorfor vi godt kan foretage benchmarking selskaberne imellem, men i henhold til IAS 17 så vil man skulle justere for nogle ting, hvilket IFRS 16 skulle ændre på. TORMs hoved- og nøgletal er hentet fra deres regnskab (TORM, 2016: 6).

7.4.1 Sammenholdelse af resultatopgørelsens nøgletal

Omsætningen udviser en stor forskel i flådernes størrelser for de to selskaber, hvilket også er forventeligt grundet DS Nordens noget større flåde. I relation til omkostningerne ses det tydeligt, at efter IAS 17 så er indtjeningen pr. solgte vare betydeligt bedre hos TORM, som har en EBITDA på USD 200 mio. mod DS Nordens USD 31 mio. Hvilket efter IAS 17 skyldes, at DS Norden har leasingydelse indeholdt i driftsomkostningerne, hvorfor dette slører billedet mellem de to selskaber.

Derimod ses det tydeligt, at ved implementeringen af IFRS 16, hvor leasingydelsen bliver fjernet fra driftsomkostningerne og ført ned på afskrivninger og renteomkostninger medfører, at tallene bliver mere sammenlignelige. Hvor DS Norden efter IFRS 16 viser den reelle driftsomkostning for den primære drift inden af- og nedskrivninger. Hvilket giver DS Norden et EBITDA på USD 559,7 mio., som ændre ved vurderingen mellem de to selskaberne.

Overordnet betyder IFRS 16, at DS Nordens hoved- og nøgletal går fra at være mindre attraktive end TORM til at være mere attraktive på baggrund af en ren regnskabsteknisk øvelse. Dette vil utvivlsomt hjælpe analytikerne, da de nu kan se den faktiske driftsomkostning og de reelle af- og nedskrivninger, som viser omkostningen at have flåden kørende. Uden selv at skulle foretage disse skøn, men derimod forholde sig til DS Nordens opgørelse af dem.

Forholdet mellem DS Norden og TORMs af- og nedskrivninger ved IAS 17 viser, at TORM har bundet mere kapital i aktiverne, hvorfor TORMs af- og nedskrivninger er på USD 307,2 mio., og DS Norden kun havde USD 49,6 mio. Efter IFRS 16 er DS Norden faktiske omkostninger ved "investeringen af flåden", da deres hovedtal viser USD 559,7 mio. Dog skal det holdes for øje, at dette er inklusiv USD 175 mio. som vedrører de tabsgivende kontrakter. Hvis der tages udgangspunkt i afskrivningerne alene, er årets afskrivninger USD 334 mio. mod de USD 307,2 mio. som TORM har i deres resultatopgørelse. Det vil alt andet lige være forventeligt, at omkostningen ved at lease skibe er større end at eje, da man køber sig retten til et nyere skib for en kortere årrække. Hvorfor tilbagediskonteringen af leasingydelsen vil gøre omkostningen større end ved at afskrive skibet over 25 år som både TORM og DS Norden anlægger afskrivningshorisonten til. Right of use aktiver skal afskrives over kontraktperioden, da denne oftest er

kortere end afskrivningens periode. Hvilket betyder, at afskrivningen vil være kortere og derved højere grundet tidshorisonten af aktivet (TORM, 2016: 88) og (DS Norden, 2016: 62).

EBIT efter IAS 17 viser, at ved sammenholdelse af tallene for DS Norden og TORM har DS Norden et bedre EBIT end TORM. DS Nordens EBIT er negativt med USD 64,5 mio. mod TORMs negative EBIT på USD 107,2 mio. Det skal hertil tilføjes, at DS Nordens EBIT stadig er bedre end TORMs, selvom de har hele deres leasingydelse med, hvor TORM har omkostninger til finansiering i form af renter osv. Derfor vil DS Nordens EBIT, efter IFRS 16, forbedres, da renteomkostningselementet flyttes til finansielle poster fra driftsomkostninger, hvilket betyder, at DS Nordens IFRS 16 EBIT ender på negative USD 25,9 mio.

For finans netto kan det hurtigt udledes, at DS Norden efter IAS 17 har et bedre nøgletal, da deres renteomkostninger er inkluderet i leasingydelsen under driftsomkostningerne. Dog efter IFRS 16 tallene får TORM et bedre finansielt nettotal, hvilket selvfølgelig skal sættes i relation til DS Nordens flådestørrelse. DS Nordens nettotal vil derfor være USD 76,8 mio., hvilket svarer til 222,6% af TORMs finansielle nøgletal.

DS Norden formår altså at skabe et mindre negativt resultat end TORM i 2016, uagtet om det er efter IAS 17 eller IFRS 16.

7.4.2 Sammenholdelse af balancens nøgletal

Som tallene i figur 7-8 viser, er forskellen mellem de langfristede aktiver for de to selskaber efter IAS 17 på USD 623 mio. svarende til, at TORMs langfristede aktiver er 21% større end DS Nordens. Derimod sammenholdes TORM og DS Norden efter IFRS 16 er det som forventet, at dette forhold har ændret sig markant ved indregning af right of use aktivet. Derved øges sammenligneligheden af selskaberne, da de langfristede aktiver, der driver driften i DS Norden er medtaget i balancesummen. DS Nordens balancesum bliver nu 101% større end DS Nordens, hvilket også afspejler den reelle forskel i de to selskabers flåde.

Forholdet mellem egenkapitalerne vil ændre sig en smule, da IFRS 16 har en negativ resultateffekt ved implementeringen. Udviklingen i aktivsummen og egenkapitalen vil ændre forholdet i soliditetsgraden og have en betydning, hvilket gennemgås i afsnit 7.4.4.

Den samme afspejling af forholdet på aktiverne vil ligeledes afspejles i forpligtelserne. DS Norden ejer 41 skibe mindre end TORM, hvilket også betyder, at forpligtelserne til lån og lignende er større hos

TORM end hos DS Norden. I forpligtelserne i figur 7-8 indgår der lån i DS Norden efter IAS 17 for i alt USD 216 mio. For TORM indgår der lån for i alt USD 670 mio., hvilket svarer til USD 454 mio. mere end DS Norden. Hvilket betyder, at ved at beregne leasingforpligtigelsen som har DS Norden har pr. skib, så svarer det til i alt USD 5,4 mio., og TORMs er USD 8,3 mio. pr. skib. Forskellen kan forklares ved, at DS Nordens strategi er at lease skibe og kun have en mindre flåde af egne skibe, hvorfor de er af ældre dato end TORMs. Hvorfor leasingforpligtigelsen, er mindre pr. skib.

Dog skal det igen holdes for øje, at dette kun er et billede af de egen ejede skibe, hvorfor efter IFRS 16 vil dette ændre sig. Det interessante er nu at sammenligne omkostningerne til finansieringen mellem de to selskaber. Derfor med udgangspunkt i omkostningen til afdraget på leasinggælden for de kommende tolv måneder er den beregnet til USD 309 mio. for DS Norden, jf. figur 5-6. Dette vil sige, at de 69 skibe DS Norden leaser i 2016 koster USD 4,48 mio. pr. skib i gennemsnit. TORMs afdrag er derimod USD 0,95 mio. pr. skib.

Dette viser, at skibsomkostningen for ejede skibe vedr. finansieringen pr. skib er langt billigere end leasingen. Hvilket var forventeligt, da timecharter leasing er dyrere end selv at eje, da omkostningen er 4,71 gange så høj. Dog skal det holdes for øje, at i vores beregning er serviceelementet indeholdt i leasingforpligtigelsen, hvorfor denne forskel vil mindskes, hvis bareboat rates var kendte.

Nøgletallene Investeret kapital og Netto rentebærende aktiver er afledt af ændringerne i overstående. Hvorfor der ikke kommenteres yderligere på disse.

Sammenfattende viser nøgletallene efter IFRS 16, at DS Nordens strategi for driften med hensyn til leasing af skibe er mere rentabel i forhold til TORM i 2016. Hvilket kan skyldes flere variable, som stordriftsfordele ved en markant større rådighedsflåde, de leasede skibe er nyere, sejler hurtigere og længere for mindre omkostninger. Der kan også være andre faktorer i selve opsætningen af transaktionskæden. Men uagtet selskabernes forskellighed betyder det, at ved implementeringen af IFRS 16 bliver forholdet af den reelle flåde, der genererer omsætning afspejlet i balancen med en tilhørende forpligtigelse.

7.4.3 Sammenholdelse af pengestrømme

Da EBITDA er nøgletallet for et selskabs pengestrømme og viser rentabiliteten før renter til finansiering, kreditorer og skyldig skat. Nøgletallet ændrer sig markant ved implementeringen af IFRS 16. I figur 7-9 har vi illustreret sammenholdelsen af DS Norden og TORM før og efter IFRS 16.

Figur 7-9 Sammenholdelse af pengestrømme

Pengestrømme, USD mio.	DS Norden IFRS 16	TORM IAS 17	DS Norden IAS 17
Fra driftsaktiviteter	229,2	171,1	(79,7)
Fra investeringsaktiviteter	102,1	(119,4)	102,1
Fra finansieringsaktiviteter	(394,2)	(114,0)	(85,3)
Årets likviditetsændring	(62,9)	(62,3)	(62,9)

Kilde: egen tilvirkning

Driftsaktiviteterne for DS Norden efter IAS 17 viser negative pengestrømme for USD 79,7 mio. Dette nøgletal er negativ i forhold til TORMs. Som tidligere gennemgået ændrer EBITDA sig ved IFRS 16 og DS Nordens pengestrømmene vedrørende driftsaktiviteter forbedres til positive, da finansieringselementet flyttes ned på finansieringsaktiviteter.

Der er ingen forskydning i pengestrømme fra investeringsaktivet, sker der ingen forskydning ved implementeringen af IFRS 16. Hvorfor forholdet mellem DS Norden og TORM er uændret.

Ændringerne efter IFRS 16 gør, at pengestrømmene bliver mere sammenlignelig for DS Norden og TORM, da pengestrømmene bliver mere sammenlignelig for de to selskaber ved, at finansierings elementet holdes ude af driftsomkostningerne ved IFRS 16.

7.4.4 Sammenholdelse af kurs- og regnskabsrelaterede nøgletal

Figur 7-10 Sammenholdelse af kurs- og regnskabsrelaterede nøgletal

Kurs- og regnskabsrelaterede nøgletal	DS Norden IFRS 16	TORM IAS 17	DS Norden IAS 17
Aktierelaterede hoved- og nøgletal			
Antal aktier á DKK 1 (inkl. Egne aktier)	42.200.000,0	62.298.848,0	42.200.000,0
Antal aktier á DKK 1 (eksl. Egne aktier)	40.467.615,0	61.985.948,0	40.467.615,0
Antal egne aktier	1.732.385,0	312.900,0	1.732.385,0
Indtjening pr. Aktie (EPS) (DKK)	(1,7)	(15,5)	(1,1)
Udvandet indtjening pr. Aktie (Udvandet EPS)(DKK)	(1,7)	(15,5)	(1,1)
Udbytte pr. Aktie	-	-	-
Indre værdi pr. Aktie (DKK)	18,4	12,5	19,0
Aktiekurs ultimo pr. Aktie DKK 1	110,5	63,5	110,5
Øvrige nøgletal			
EBITDA-ratio	46,3%	29,4%	2,4%
ROIC	5,4%	-7,2%	-8,4%
ROE	-2,1%	-16,2%	-5,2%
Payout ratio (eksl. Egne aktier)	neg.	neg.	neg.
Soliditet	24,5%	49,7%	61,6%
USD kurs ultimo	705,3	705,3	705,3
USD kurs gennemsnit	673,3	673,3	673,3

Kilde: egen tilvirkning

Figuren viser udviklingen mellem i kurs- og regnskabsrelateret nøgletal før og efter IFRS 16. Disse nøgletal er særligt interessante for analytikere og andre interessenter, da disse er mere sammenlignelige på tværs af selskaber, hvorfor der kunne ske en ændring af deres holdning til forholdet mellem DS Norden og TORM. Da aktierelaterede hoved- og nøgletal er forholdsvist uændret, vil afsnittet fokusere på øvrige nøgletal.

EBITDA-ratio, som tidligere gennemgået viser, at TORM har en bedre ratio i forhold til DS Norden efter IAS 17. Billedet er dog ændret ved IFRS 16, hvor DS Nordens EBITDA-ratio er steget til 46,3%. Hvilket alt andet lige betyder, at DS Norden vil se mere attraktive ud nu end TORM grundet pengestrømme fra driften er bedre.

TORMs ROIC var ligeledes bedre end DS Nordens ved IAS 17, men som tilfældet ovenfor, ændres dette billede også ved IFRS 16. DS Nordens ROIC er nu bedre, og endda markant bedre, fra at have været et negativt afkast på investeret kapital til at give en positivt afkast, hvor TORM fortsat giver et negativt afkast.

TORMs ROE var ved IAS 17 negativt og DS Norden havde et mindre negativt afkast. Ved IFRS 16 er forskellen blevet forværret yderligere, da DS Norden får et mindre negativt afkast.

Sammenfattende for disse nøgletal er, at de alle har forbedret DS Nordens finansielle position i forhold til TORM. Dog viser soliditetsgraden en anden effekt, efter IAS 17 var DS Nordens soliditetsgrad markant bedre end TORMs, 61,6% mod 47,7%. Ved implementeringen falder DS Nordens soliditetsgrad til 24,5%, hvilket er et markant fald, og gør TORM mere attraktiv. Ved en lavere soliditetsgrad vil en investor også kræve et højere afkast, da soliditetsgraden giver et indtryk af hvor risikobetonet virksomheden er.

Med denne udvikling i mente, hvornår vil en analytiker så ændre holdning til et selskabs performance når disse ændres markant som i de ovenfor beregnede nøgletal. Finansforeningen påpeger, at det essentielle for en analytiker er, at udviklingen i blandt andet nøgletal ikke må komme bag på vedkommende. (Bilag 6-4: 17:26) Det skal forstået således, at den beregnede effekt af IFRS 16 skal stemmer overens med analytikernes forventning, men analytikerne har ikke de nødvendige forudsætninger for at kunne fortage denne beregning og derved nødsaget til at bruge selskabets vurdering af konsekvenserne af standarden. Hvor DS Norden anslår, at deres forventning til IFRS 16's påvirkning er USD 400 mio. fratrukket USD 175 mio. på grund af tabsgivende kontrakter, hvorimod vores beregninger viser en effekt på USD 1.861 mio., hvorfor, at denne udvikling vil komme bag på en analytiker og derved potentielt ændre deres vurdering af selskabet.

7.4.5 Sammenholdelse af anbefalede nøgletal

Figur 7-11 Sammenholdelse af anbefalede nøgletal

Anbefalet nøgletal af Finansforeningen	DS Norden	TORM	DS Norden
Beløb i USD 1.000	IFRS 16	IAS 17	IAS 17
	2016	2016	2016
Finansiell gearing	-265%	-78%	5,9%
Nettobærende gæld / EBITDA	-355%	-304%	155,5%
Likviditetsgrad	121%	267%	245,4%
EBIT-grad	-2%	-16%	-5,2%
Omsætning/Investeret kapital	44%	49%	61,6%
NOPLAT	162.954	206.837	(65.154)
Rentebærende gæld	2.278.727.040	2.201.989.000	154.587.000
E/V	2.384.240.676	1.753.893.572	4.508.174.676

Kilde: egen tilvirkning

Den finansielle gearing er forværret ved implementeringen af IFRS 16, hvor den var positiv efter IAS 17 for DS Norden, som omtalt i afsnit 7.1. Den finansielle gearing for DS Norden er negativ med 265%, hvilket er markant højere end TORMs negative gearing på 78%.

Forholdet mellem de to selskabers nettorentebærende gæld/EBITDA ændres ligeledes ved IFRS 16. DS Nordens forhold var positivt med 156% mod TORMs negative på 304%. Efter IFRS 16 er DS Nordens forhold mellem gæld og EBITDA nu negativt på 355%. Hvilket i den grad indikerer, at TORM har en bedre fordeling mellem pengestrømme fra driftsaktiver og den nettorentebærende gæld. Hvilket betyder, at TORM hurtigere vil kunne betale gælden. Et tilsvarende billede gør sig gældende ved likviditetsgraden, hvor TORM står markant stærkere end DS Norden.

EBIT-graden har en minimal ændring, og forskydningen ændrer ikke forholdet mellem TORM og DS Norden.

Omsætning/investeret kapital viste efter IAS 17, at DS Norden fik mest ud af deres investerede kapital i forhold til TORM. Efter IFRS 16 ændres dette, TORM fremstår i implementeringsåret som det selskab, der får mest ud af deres investeringer.

NOPLAT ændres markant ved implementering, som tidligere analyseret for DS Norden afsnit 7.2.4.7, hvor DS Norden kommer markant tættere på TORMs nøgletal, dog kan forskydningen ikke ændre forholdet mellem TORM og DS Norden.

Den rentebærende gæld var efter IAS 17 slet ikke sammenlignelig, da DS Norden efter IAS 17 ikke havde låneelementet i deres årsrapporter. Hvorimod TORMs rentebærende gæld var USD 2.047 mio. større.

Det er for E/V interessant at belyse den udvikling, der er i forholdet mellem de to selskaber. DS Nordens E/V er faldet fra USD 4.508 mio. til USD 2.384 mio. ved implementeringen af hvor TORMs E/V er USD 1.754 mio. Hvilket er meget interessant, da selskabernes værdi er tæt på den samme, men er 47 kr. i forhold på kursen pr. aktie. Samt at den eneste driver i denne udvikling er en regnskabsmæssig ændring.

7.5 Delkonklusion

Baseret på ovenstående analyse har IFRS 16 betydning for selskabers hoved- og nøgletal, hvor det i DS Nordens tilfælde skaber en markant forbedring af EBITDA og en mindre forbedring i EBIT. Hvilket ligeledes påvirker en række af nøgletal. Endvidere vil det nye store right of use aktiv samt leasingforpligtigelse medføre store udsving i nøgletal, da disse er driver i en række beregninger.

Det er vist, at en række af DS Nordens nøgletal bliver gjort mere sammenlignelige med konkurrenten TORM, hvor der efter IAS 17 var et sløret billede, da der i driftsomkostningerne var indeholdt finansieringsomkostninger. Samt at balancen ikke afspejlede den aktivitet, som resultatopgørelsen viste på grund af de off-sheet balanceposter som de operationelle leasingaftaler skabte. Derfor giver IFRS 16 et billede af selskabers reelle balance, og der bliver ikke længere afholdt et finansieringselement under driftsomkostningerne, hvilket slører billedet af blandt andet DS Norden.

Selskabernes soliditets- og likviditetsgrad bliver ligeledes forværret, ved at der indregnes forpligtelser på balancen. DS Nordens soliditet rammes kraftigt, da det er så store beløb, der indregnes, hvorfor de ved implementeringen skal formå at sprede dette budskab, da de ikke-regnskabskyndige interessenter kan skabe sig et andet billede af selskabet, hvis de ikke er korrekt informeret. Endvidere er det interessant at effekten for en analytiker, som udgangspunktet skal måles i det der kommer udover analytikerens forventning. Hvilket i høj grad vil afhænge af, vedkommendes evner til at forstå og analysere konsekvensen samt selskabets evne til at formidle deres forventninger til standarden inden den træder i kraft.

Det er særligt interessant, at DS Nordens enterprise value falder USD 2.124 mio. ved implementeringen af IFRS 16. Hvilket skyldes, at den indregnede forpligtelse medfører, at den nettorentebærende gæld bliver negativ og derved mindsker værdien. Spørgsmålet er så, om enterprise value er misvisende efter IAS 17 eller IFRS 16? Hvilket vi vil analysere dybere i kapitel 11.

IFRS 16 har formålet at gøre to selskaber som DS Norden og TORM mere sammenlignelige, selvom de har hver deres forretningsstrategi. Hvor præcist sammenligningsgrundlaget bliver fremadrettet er straks sværere at konkludere på. Dette skyldes, at der indgår et hav af variabler og skøn i beregningerne, hvorfor selskaberne kan have bias for en bestemt retning og derved afspejler fastsættelsen af optioner, charterrates, leasingperioder, diskonteringsrenter denne. Dog betyder standarden, at i stedet for analytikeren selv foretager disse skøn, vil denne opgave ligge hos selskaberne. For analytikeren vil opgaven i stedet være at skulle forholde sig til selskabernes beregninger og skøn, og selv regulere sine egne beregninger og anbefalinger.

8 Den administrative byrde

Dette afsnit har til formål at belyse de administrative og økonomiske byrder, som IFRS 16 vil medføre. Vi har i afsnittene 5.1 og 7.1 fremvist, hvorledes leasingforpligtigelsen til right of use aktivet skal opgøres og indregnes i årsrapporten. Fremgangsmåden er i og for sig ens, uagtet der er tale om kopimaskiner eller store skibe. Vi har ligeledes i kapitel 5 redegjort for, hvilke forhold, der skal tages højde for i den indledende fase omkring identificering og gennemgang af kontrakterne, hvor omfanget og kompleksiteten selvfølgelig vil være afhængig af kontrakten og det leasede aktiv. Der vil også være andre forhold, som vil påvirke omfanget heraf, hvilket vi vil forsøge at belyse i de kommende afsnit. Vi har opdelt dette kapitel om den administrative byrde, som selskaberne står overfor i to dele; ved implementeringen og efterfølgende. Dette er fordi implementeringsprocessen vil være lagt mere administrativ tung end den efterfølgende "vedligeholdelse" og opfølgning på IFRS 16.

8.1 Implementeringsfasen

Virksomhederne skal som tidligere nævnt implementere IFRS 16 senest fra 1. januar 2019, hvilket betyder, at i praksis starter forberedelserne endnu tidligere for at være klar til overgangen til den nye standard.

Det første selskaberne skal foretage er at få de medarbejdere som dette har relevans for til at læse og forstå den nye leasingstandard, hvilket vil forventes at inddrage interne og eksterne kurser. De interne kurser skal sikre, at der sker en ensartet proces i hele virksomheden, hvor de eksterne kurser som formentlig vil ske gennem eksterne konsulenter og eksperter, vil give implementeringen kvalitet og give en ensartet approach på tværs af selskaberne. IFRS 16 berører alle medarbejdergrupper i selskaberne grundet nye EBITDA mål, bonusaftaler m.m., samt selskabets egen governance kan blive berørt af denne standard. Dette var den simple del af standarden for virksomhederne i implementeringsperioden, den svære del bliver at rulle denne ud.

Den første store økonomiske omkostning for selskaberne vil være de "interne lønomkostninger", som skal bruges på at implementere IFRS 16. Standarden strækker sig, som tidligere nævnt, ikke kun til finansafdelingen, men den vil også ramme HR afdelingen, salgsafdelingen, samt den vil have en indvirkning på de operationelle afdelinger i selskabet. Derved tages der tid fra det forretningsmæssige og "fee earning" afdelinger, da det fjerner fokus og tid fra det som de er dygtige til.

Første skridt for at rulle implementeringen ud er, at selskaberne skal skabe et overblik over alle leasingkontrakter i selskabet samt på koncernniveau, hvis dette er relevant. Dette kan være en relativt simpel øvelse, hvis selskabet ikke har den store aktivitet med indgåelse af leasingkontrakter, eller hvis der som i DS Nordens tilfælde er tale om store og ensartede kontrakter på skibe, hvor indholdet i disse kontrakter ikke varierer ret meget. Det bliver straks mere komplekst, når et selskab har mange forskellige typer af leasede aktiver, som ikke kun indgår i driften eller i selskabets aktiviteter, men også biler, kopimaskiner, computere samt lejeaftaler af kontorer og bygninger. Leasingaftalerne kan ikke umiddelbart undlades i selskabets opgørelse over leasingaftaler, til trods for perioden enten er under tolv måneder eller værdien af aktivet er under low-value grænsen. Dette skyldes først og fremmest, at der kan være klausuler, optioner eller andre særlige forhold i leasingaftalen som kan medføre, at leasingkontrakten skal indregnes alligevel.

Det er vores formodning og en generel antagelse, at denne øvelse vil være ekstremt krævende for stort set alle store selskaber, om end disse er globale eller ej, da der formentlig findes leasing- og lejeaftaler lokalt rundt om i selskabet eller koncernen. Ud fra et revisionsmæssigt aspekt skal ledelsen forholde sig til "fuldstændighed" og "nøjagtighed" af listen, hvorfor dette vil kræve, at selskabet har forholdt sig til samtlige kontrakter og kan dokumentere, hvordan de har gjort dette.

Selskabet skal herefter finde ud af, hvorledes de har tænkt sig at opgøre leasingforpligtigelsen og opbevare den data som kontrakterne indeholder. Dette kunne ske i et Excel ark eller i et særskilt modul i et økonomisystem. Dog vil det for store virksomheder formentlig ikke være muligt at anvende et Excel ark som database, da der formentlig er for stor en datamængde, samt at graden af kompleksiteten af kontrakterne vil vanskelig gøre dette. Endvidere vil det af hensyn til det fremadrettede forløb efter implementeringen, kræve meget manuelt arbejde og derved medarbejdere, for at sikre den nødvendige vedligeholdelse af databasen. Der er yderligere stor forskel i de økonomiske aspekter ved at udvikle et Excel ark til håndteringen, eller om der bliver udviklet et nyt understøttende modul til finanssystemet som er fuldt integreret samt muligheden for at outsource håndteringen af dette også eksistere. Men for selskaber i denne størrelse bliver det uagtet valget af metode et dyrt bekendtskab med IFRS 16 og overgangen hertil.

Dog forventer IASB ikke, at der vil være større omkostninger forbundet ved implementeringen af IFRS 16 og den efterfølgende "vedligeholdelse". Dette gøres ud fra en antagelse af, at mængden af leasingkontrakter selskaberne har, kan håndteres af nuværende økonomisystemer igennem for eksempel anlægskartotek og kontraktstyringsmoduler. Hvis dette ikke er tilfældet, vil det selvfølgelig have en betydning for implementeringsomkostningerne. Det er ligeledes en grundlæggende antagelse, at selskaberne har helt styr på deres kontrakter, og de variable der indgår heri. (IFRS Foundation, 2017: 32)

Næste step i processen er virksomhedens gennemgang af alle kontrakterne og behandling af disse. Som nævnt kan disse kontrakter være meget omfangsrige og indeholde et hav af elementer og klausuler, der skal tages stilling til. Derudover er der ledelsesmæssige- og forretningsmæssige skøn som skal foretages i den sammenhæng. Dette stiller derfor et stort krav til, at selskabet anvender kompetente og faglige dygtige medarbejdere.

Dels for at sikre at selskabet indregner leasingkontrakterne korrekt første gang, samt der anvendes den korrekte approach for den bestemte type right of use aktiver. Hvilket skyldes den valgte approach vil være gældende for samtlige af den type aktiver i den aktivklasse fremadrettet. Derfor skal det nøje overvejes, hvilken approach, der anvendes første gang, da det kan have store konsekvenser. Dette kunne for eksempel være i DS Nordens tilfælde, om hvorvidt servicedelen af leasingydelsen skal holdes ude eller ej, altså om "bareboat" konceptet skal anvendes, eller om den fulde leasingydelse skal indregnes, hvilket i dette tilfælde har stor betydning for den forpligtigelse og det right of use aktiv, som bliver indregnet nu og i fremtiden. Derfor er det vigtigt, at selskabet er indforstået med konsekvenserne ved valgene som de foretager i denne proces, samt at dem, som foretager gennemgangen er højt kvalificeret, og at der foreligger det rette beslutningsgrundlag.

Sidste step i processen er selve indregningen af leasingforpligtigelserne og right of use aktiverne, som skal justeres for en række interne forhold. Dette betyder, at der er en række hoved- og nøgletal, som ændrer sig, som vi har vist i kapitel 7. Dette medfører, at selskabet skal til at opdatere dets bonusplaner, målsætninger, governance m.m., som alle er opgjort ud fra tal, som er berørt af IFRS 16 ændringer. Som det fremgår af vores beregnede eksempel af DS Norden, så ændrer deres nøgletal sig markant som følge heraf, hvorfor der skal tages højde for dette i alle afdelingerne hos selskabet.

Derfor skal virksomheden ligeledes iværksætte en række initiativer for at formidle ændringer som IFRS 16 medfører, både internt i selskabet men også eksternt. Internt vil det betyde, at der skal opdateres og udarbejdes nye forretningsgangsbeskrivelser omkring behandlingen af leasingaftaler, ligesom der formentlig vil ske ændringer i, hvem der kan tilgå og godkende disse aftaler. Den eksterne kommunikation bliver mindst et lige så vigtigt element ved implementeringen af IFRS 16. Selskabet skal være gode til at formidle dets beslutninger og måden IFRS 16 påvirker deres årsrapport på, samt hvilke forudsætninger, der ligger bag. På denne måde formår selskaberne at nå ud til de mindre regnskabskyndige stakeholders. En af grundene, til at denne formidling er så relevant, er, at kun en af de tre implementeringsmuligheder skaber sammenligningstal, og det er den som Bjarne Iver Jørgensen kalder "full blown monkey" approach. Altså implementeringsmuligheden hvor samtlige kontrakter indregnes tilbage fra den tid, hvor de blev indgået.

Denne mulighed mener Bjarne Iver Jørgensen og Henrik Gustavsén ikke at nogle af selskaberne vil anvende, da den vil være for krævende, og nytteværdien ved dette merarbejde er ikke værdiskabende nok for selskaberne. Modsætningsvis, fortæller Jakob Pedersen i interviewet, at han har en klar forventning til, at selskaberne retter sammenligningstallene, for ellers har analytikerne ikke et sammenligneligt grundlag, og derfor vil de have svært ved at forholde sig til de nye nøgletalsniveauer. Derved indikerer Jakob, at det er hans forventning, at selskaberne anvender "full blown monkey" approach.

Det er netop her, at omverdens forventninger og den praktiske tilgang kommer til at clashe, og derfor bliver selskabets evne til at kommunikere afgørende for om et selskab formår, at få en vellykket overgang eller ej.

8.2 Den efterfølgende fase

Efter overgangen og implementeringen af IFRS 16 har selskaberne fortsat en stor administrativ opgave foran sig. Denne vil blandt andet indeholde en masse væsentlige skøn som selskabet skal forholde sig til og revurdere hvert år. Hvorfor disse fortsat har stor betydning for, hvordan deres årsrapport påvirkes, hvilket vi vil belyse i dette afsnit.

Den nemme del af den efterfølgende arbejdsbyrde ved IFRS 16 er at foretage de månedlige afskrivninger af right of use aktivet og afdrag af gælden, som vil være mere eller mindre lige ud af landevejen. Alt efter hvordan selskabet har valgt at administrere kontrakterne, vil denne del mere eller mindre kunne foregå automatisk. Derfor vil det være klausuler, optioner og andre særlige forhold i kontrakterne som vil være en administrativ opgave for selskabet. Disse skøn, som skal revurderes, er en kompleks opgave og vil fortsat være en opgave for "tunge" og kompetente medarbejdere. Som belyst ved vores beregning af right of use aktivet og leasingforpligtigelsen for DS Norden, så har det stor betydning, om en leasingoption forventes anvendt eller ej, da right of use aktivet i givet fald enten skal nedskrives eller forlænges og tilsvarende skal gælden ligeledes justeres. Denne vurdering skal foretages løbende af selskabet og vil i praksis nok blive foretaget i forbindelse med aflæggelse af årsrapporten, da dette vil være en revurdering af samtlige kontrakter, hvor disse forhold er gældende. Der kan ligeledes også være kontrakter, hvor der er andre variabler, som skal holdes for øje. Derved bliver det som ved implementeringen afhængigt af selskabets størrelse, samt kompleksiteten af kontrakterne omkring hvor stor denne opgave bliver. Denne øvelse vil være tilbagevendende, og der skal ligeledes sikres, at nye leasingaftaler bliver optaget korrekt, hvorfor der fortsat skal fokuseres herpå. Et integreret system vil formentlig lette en del på denne proces i forhold til en bunke af Excel ark fra de forskellige afdelinger, enheder og lande, eller hvad det nu end måtte være.

9 Discounted Cash Flow model

9.1 Introduktion

Gennem vores interview med Jacob Pedersen oplyste han i den forbindelse, at Sydbank benytter sig af en "Discounted Cash Flow" model, herefter kaldet DCF-modellen, som deres primære værdiansættelsesmodel, og det er denne, der danner grundlag for deres anbefalinger til køb og salg af aktier i selskaber samt til at vurdere, hvordan et selskab klarer sig rent finansielt.

Jacob udtaler yderligere, at om IFRS 16 er medregnet i balancen eller ej, kommer ikke til at have nogen væsentlig betydning for værdiansættelsen i en DCF-model og dermed deres anbefalinger til kunder og andre interessenter. Dette begrundes Jacob med, at baseret på deres foreløbige beregninger ved indregning af leasing og forventningerne til IFRS 16, så har det ikke haft nogen væsentlig betydning. Dette skal ses i lyset af, at IFRS 16 ikke vil påvirke selskabets cash flow som DCF-modellen tager udgangspunkt i. Teorien bag modellen vil kunne omfavne de ændringer, som vi har belyst i forrige afsnit. Vi vil derfor tage udgangspunkt i DCF-modellen, da vi ønsker at anvende den model, som analytikerne anvender i praksis for at foretage en værdiansættelse af DS Norden. Det er i denne sammenhæng vigtigt at understrege, at denne afhandling ikke har til formål at vurdere hvorvidt DS Nordens aktiekurs er under- eller overvurderet men udelukkende fokusere på, hvorvidt IFRS 16 påvirker DCF-modellen og i hvilket omfang.

Dette vil vi illustrere ved at foretage to værdiansættelsesberegninger, hvoraf den første vil tage udgangspunkt i resultatopgørelsen og balancen opgjort efter de nuværende regler i IAS 17. Den anden vil tage udgangspunkt i den reformulerede resultatopgørelse og balance, opgjort efter IFRS 16.

Baseret på værdien af DS Nordens aktie ud fra disse to beregninger vil vi kunne analysere på, hvorledes der vil være en væsentlig forskel mellem disse, og hvorfor denne eventuelt forekommer, og hvilken betydning denne har. Derudover vil vi, uden at forholde os til rigtigheden af kursen, vurdere, hvorvidt en eventuelt afvigelse mellem de to beregnede kurser er væsentlig ud fra en overordnet betragtning af DS Nordens aktieværdi. Derved kan vi konkludere, hvorvidt IFRS 16 har betydning for DCF-modellens beregningen af aktieværdien og vurdere, hvorvidt Jacob har ret i hans antagelse om, at IFRS 16 ikke har nogen væsentlig betydning for hans værdiansættelse og derved anbefalinger.

Det er vores umiddelbare vurdering, baseret på de foregående kapitlers opdagelser, som ligeledes har vist, at IFRS 16 har en stor påvirkning på DS Nordens resultatopgørelse samt balance. Hvilket vi ligeledes vurderer har en betydning i en DCF-model, når det som i DS Norden tilfælde har en så væsentlig

betydning for balancen. Hvilket blandt andet betyder, at der sker en stor ændring i forholdet mellem fremmedkapital og egenkapital, som er et væsentligt element i DCF-modellen.

Med udgangspunkt i ovenstående vil vores opbygning af dette kapitel ikke være en slavisk og punktlig gennemgang af alle DCF-modellens aspekter og forskellige berøringsflader, men vil fokusere på selve beregningen, og hvorledes inputs påvirker beregningen. Derfor vil vi for de inputs og områder, som er ens i de to beregninger, kun berøre dem ved overordnede antagelser og forudsætninger. De øvrige inputs vil vi løbende argumentere for de valg vi har foretaget og deres indvirkning på beregningerne.

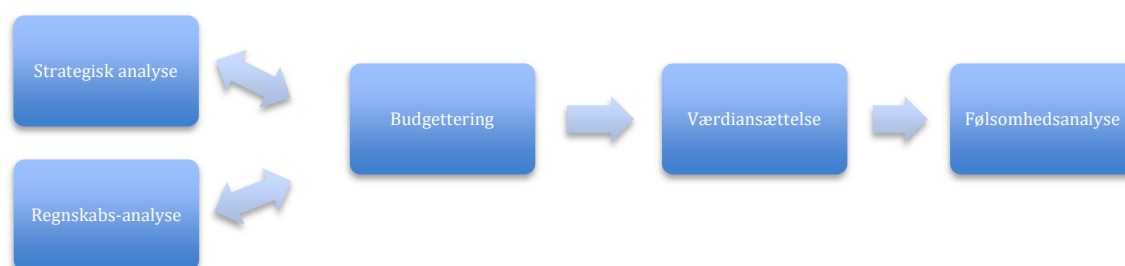
9.2 Væsentlige elementer i DCF-modellen

DCF-modellen er en kapitalværdibaseret model, der beregner værdien af et selskab på baggrund af de fremtidige pengestrømme, der vil tilgå selskabet. Hvorefter at ved den indirekte model, som vi har valgt, tilbagediskonterer man de frie pengestrømme til alle investorerne (Sørensen (2012): 36). Der er flere måder at beregne det frie cash flow på, herefter kaldet FCF (Sørensen (2012): 37-38); i vores afhandling vil vi beregne det således:

$$FCF_t = DO_t - (NDA_t - NDA_{t-1})$$

Indeværende afsnit vil derfor være en gennemgang af de forskellige elementer i DCF-modellen, illustreret i figur 9-10. Igennem afsnittet vil vi præsentere vores antagelser og derved grundlaget for den senere beregning i det efterfølgende afsnit.

Figur 9-10 Overordnet struktur ved værdiansættelse



Kilde: (Plenborg og Petersen (2005): 37)

9.3 Strategisk- og Regnskabsanalyse

De to første dele i DCF-modellen er henholdsvis den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Den strategiske analyses formål er at give indblik i virksomhedens vækst- og indtjeningspotentiale samt identificere driftsmæssige og finansielle risici (Plenborg og Petersen (2005): 37-38). Regnskabsanalysen er ligeledes et vigtigt element til dannelsen af de fremtidige forventninger til at værdiansætte efter en DCF-model, dog tager regnskabsanalysen udgangspunkt i virksomhedens historiske realiserede tal og oplysninger, hvilket giver et billede af hvor godt selskabet historisk har været til at opfylde strategier, gennemgå forandringer og reagere på markedets udfald. Endvidere bruges denne analyse som en kvalitetssikring, der ved hjælp af de bagudrettede data kan bruges til at vurdere om de forventede fremtidige drivers er realistiske (Plenborg og Petersen (2005): 38).

Grundet afhandlingens fokus vil vi dog ikke berøre disse to analyser yderligere og ej heller have to særskilte kapitler for disse. Vi anerkender begge analysedeles vigtighed for DCF-modellen, jævnfør ovenstående, da begge skaber værdifulde inputs. Men det er igen vigtigt at understrege, at disse elementer er væsentlige ud fra et værdiansættelsesperspektiv og en vurdering af, hvorvidt en aktuel aktiekurs er under-/overvurderet. Hvorimod ud fra et beregningsperspektiv, som vi anvender og den grundlæggende forståelse af modellen, er disse ikke væsentlige for vores afhandling, hvorfor vi ikke vil kunne give et mere korrekt billede af, hvordan og i hvilken grad IFRS 16 påvirker beregningen ved hjælp af disse to elementer. Grunden til at vi vurderer, at disse to elementer ikke vil påvirke vores afhandling er, at vores resultater er fremkommet på baggrund af, I) det samme selskab, II) de samme inputs til forventninger i vækst og andre nøgletal, hvorfor den eneste forskel er de reguleringer, som IFRS 16 medfører, som giver et andet input til beregningen i forhold til beregningen ved IAS 17.

10 Budgettering

Dette afsnit er vores gennemgang af budgetteringsfasen i DCF-modellen. I de kommende underafsnit gennemgår vi en række centrale begreber og variable faktorer, som er væsentlige for budgetteringselementet i modellen. Hvert element indgår i selve beregningen, hvorfor vi vil fastlægge og redegøre for, hvordan og hvorfor vi har fastlagt disse og inddraget disse i vores beregning.

10.1 Budgetperiode

Kendetegnet ved budgetteringselementet i DCF-modellen er, at der overordnet skelnes mellem to perioder i) budgetperiode og ii) terminalperioden. Budgetperioden er en specifik periode af en årrække, som oftest er på fem til tyve år, hvor analytikeren opstiller særskilte og konkrete budgetter for hvert år, der redegør for, hvordan det forventede salg, driftsoverskud m.m. vil udvikle sig i den valgte periode. Budgetperiodens længde bør fastlægges de antal år, hvor der ikke længere kan fastlægges et konkret budget for året ud over hvis der anvendes en konstant vækstrate. Derved kan terminalperioden beskrives som værende den periode, som er kendetegnet ved en konstant vækstperiode. Terminalperioden er derfor et udtryk for det skøn af den værdi, som virksomheden genererer efter budgetperioden og i "al fremtid" og er derved en ren teoretisk konstruktion (Sørensen (2012): 39).

Vi har valgt at fastlægge budgetperioden til at være fem år, hvilket vi har gjort ud fra flere henseender. Det væsentligste er dog, at i og med vi ikke har valgt at foretage en strategisk analyse og en regnskabsanalyse, så har vi ikke grundlaget for at lave en detaljeret og dybdegående budgetperiode, hvor vi inddrager en masse af DS Nordens strategiske overvejelser. Hvilket betyder, at vi indenfor en kortere periode vil anvende generelle antagelser om forventede vækstrater m.m., hvorfor vi vil bevæge os ind i terminalperioden, og derfor giver det ikke mening at budgettere for en længere periode. Ligeledes skal det understreges, at det ikke er en vurdering af den nuværende aktieværdi, som er afgørende for vores afhandling, men derimod selve beregningen og så længe perioden er den samme for begge beregninger, så vil det ikke have påvirkning på vores resultat.

10.2 Budgettering af driftsaktiviteten

Nedenfor har vi opstillet vores forventninger til udviklingen i resultatopgørelsen for DS Norden gennem budget- og terminalperioden for både den årsrapport, som er opgjort efter IAS 17 og efter IFRS 16. I de kommende afsnit gennemgår vi de skøn, som er foretaget i opgørelsen af proformaopgørelsen for hver periode og begrundelsen herfor.

Det skal bemærkes, at der særligt for IFRS 16 opgørelsen skal ske regulering for de ændringer, som IFRS 16 har medført i resultatopgørelsen. Vi har valgt at foretage disse reguleringer på et senere tidspunkt i vores beregning, hvorfor der vil være en forskel på EBIT mellem IFRS 16 og IAS 17 opgørelsen.

10.2.1 IAS 17 og IFRS 16 proforma opgørelse:

Figur 10-1 Vækstrater fordelt i budgetperioden

(USD '000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022t
Nettoomsætning	1.251.187	1.313.746	1.379.434	1.420.817	1.449.233	1.478.218	1.507.782
Vækstrate		5,0%	5,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Andre driftsindtægter	12.704	13.085	13.478	13.882	14.298	14.727	14.948
Driftsomkostninger skibe	(1.187.759)	(1.223.392)	(1.260.094)	(1.297.896)	(1.336.833)	(1.376.938)	(1.397.592)
Vækstrate		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,5%
Andre eksterne omkostninger	(14.036)	(14.317)	(14.603)	(14.895)	(15.193)	(15.497)	(15.729)
Personale omkostninger	(31.488)	(32.118)	(32.760)	(33.415)	(34.084)	(34.765)	(35.287)
Vækstrate		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
Salgsavancer og -tab, skibe mv.	(45.544)	20.000	50.000	30.000	10.000	5.000	5.000
Af- og nedskrivninger	(49.589)	(50.581)	(51.592)	(52.624)	(53.677)	(54.750)	(55.572)
Resultatandele af jointventures	47	48	49	50	51	52	53
Vækstrate		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
EBIT	(64.478)	26.472	83.911	65.918	33.796	16.046	23.603

Kilde: Egen tilvirkning

10.3 Omsætningen

Som det fremgår af figuren 10-1, har vi baseret på 2016 omsætningen en forventet vækstrate på 5% for årene 2017 og 2018, mod 3% i 2019 og 2% i 2020, 2021 samt i terminalperioden. Vækstraten for omsætningen er fastsat med forventningen om, at timecharter rates vil stige dels for DS Norden men også for branchen som helhed som følge af, at disse, som vist på figur 5-2, er historisk lave. I første halvdel af 2017 er der trends, som viser højere fragtrater i 2017, og DS Nordens halvårsregnskab udviser en omsætning på USD 840 mio. (DS Norden, 2017: 2), hvilket er en stigning på 38% i forhold til 2016 samme tid. Dog skal omsætningsstigning yderligere ses i lyset af, at der i 2017 har været en stigning i flåden hos DS Norden, hvorfor en del af denne stigning må henføres til de nye skibe samt de nybyggede skibe, som først er kommet til i Q3 og Q4 2016, er med i modsætning til sammenligningstallet.

Da vi som tidligere nævnt ikke har værdiansættelsen for øje, så har vi derfor ikke nærlæst DS Nordens strategi og deres forventninger til udviklingen i deres fremtidige flåde. Vi har i stedet valgt at antage, at DS Nordens flåde pr. 31.12.2016 vil være den målestok, som de forventer at ligge på i fremtiden. Hvilket forklarer hvorfor vi har valgt en jævn vækstkurve på omsætningen, hvilket ligeledes gør sig gældende for de øvrige regnskabsposter.

10.4 Andre driftsindtægter og driftsomkostninger på skibe

For andre driftsindtægter og driftsomkostninger på skibe har vi valgt at budgettere med en generel vækstrate for budgetperioden på 3% og 1,5% for terminalperioden. Hvilket er fastlagt med udgangspunkt i, at timecharter raten for skibe nu er på et forholdsvis konstant lavt niveau, og derfor forventer vi ikke store udsving i omkostninger hertil til trods for højere rater andet end en indeksregulering til de faste omkostninger samt til brændsel m.m. medført af en stigende omsætning.

Bjarne Iver Jørgensen påpegede under vores interview, at et væsentligt element i mange leasingaftaler mellem de to involverede parter var, at der grundet de store udsving i fragtraterne oftest bliver tilføjet en variable leasingydelse som bliver indeks reguleret alt efter udviklingen i fragtraterne. Dette gøres, da ingen af partnerne tør indgå længere kontrakter hvor de bliver låst fast på en rate som enten kan være væsentlig fordelagtig eller miserabel. Denne variabel vil være mere eller mindre umulig for os at inddrage i budgetterne, derfor har vi valgt at holde denne variabel ude af vores budget, da vi har valgt en konservativ omsætning vækstrate, hvorfor der ligeledes ikke skal være større udsving i driftsomkostninger.

Særligt for DS Nordens driftsomkostninger på skibe er, at der er en væsentlig forskel mellem IAS 17 og IFRS 16 som følge af, at en væsentlig del af driftsomkostningerne er leasingydelserne, som vil blive vist som afskrivninger og rentekomkostninger i stedet. Denne regulering er tidligere beskrevet i kapitel 5.

10.4.1 Andre eksterne omkostninger og personaleomkostninger

For andre eksterne omkostninger og personaleomkostninger er der anvendt en neutral vækstrate for disse, som igen bundet ud i, at vi forventer ingen væsentlige udsving for disse to regnskabsposter. Dette kan henføres til, at det er vores forventning, at disse regnskabsposter vil være forholdsvis konstante til trods for en stigende omsætning.

10.5 Salgsavancer og tab på skibe

DS Norden har historisk benyttet sig af muligheden for at udnytte købsoptioner på chartrede skibe for efterfølgende at sælge disse skibe til en fordelsagtig pris, og derved kunne score en gevinst. Derudover ejer DS Norden ligeledes fortsat skibe, hvorfor der løbende sker salg af disse og til tider uden gevinst. Som følge af den forventede stigning i timecharter rates i 2017 er det vores forventning, at DS Norden igen vil kunne sælge skibene med en gevinst mod 2016, hvor DS Norden realiserede et større tab på regnskabsposten. Derfor har vi budgetteret med, at der vil være en trend de kommende tre år i budgetperioden, hvor en højere gevinst vil blive realiseret mod så at der i den resterende del af budget perioden og terminalperioden vil være en mindre gevinst.

Det skal bemærkes, at denne regnskabspost er forbundet med mange variabler, hvorfor der er en stor usikkerhed forbundet med budgetteringen af disse. Det vil sige, at så længe gevinsten er den samme i begge opgørelser, så har den ikke nogen indvirkning på beregningerne, da den heller ikke bliver omfattet af den nye regnskabsstandard.

10.6 Af- og nedskrivninger

For af- og nedskrivninger er det ligeledes vores forventning, at der vil være en generel vækstrate på 2% i budgetperioden, og for terminalperioden vil der blive anvendt en vækstfaktor på 1,5%. Dette er antaget under forudsætning af, at som nævnt under omsætningen at vi forventer, at DS Norden bibeholder en flåde på tilsvarende størrelse, hvorfor afskrivningerne forventes at være konstante med tillæg af en mindre stigning i kostpriserne, som også vil afspejle sig i de løbende afskrivninger.

10.7 Resultatandele af joint ventures

Posten som helhed er vurderet uvæsentlig og vil ikke have en væsentlig betydning for vores beregning, derfor har vi anført en generel vækstrate på 2% på posten i budgetperioden og 1,5% for terminalperioden uden yderligere overvejelser.

10.8 Korrektioner

Med de ovenstående forudsætninger til udviklingen i regnskabsposterne for budgetperioden og terminalperioden kan vi nu fastlægge EBIT før korrektioner, og som antaget er disse ens for begge opgørelser. Dette er kun som følge af, at der ikke er foretaget regulering af korrektionen som IFRS 16 medfører, hvilket vi vil redegøre for i dette afsnit samt de yderligere reguleringer som skal foretages for at kunne bestemme periodernes cash flow, som skal benyttes ved beregningen.

De korrektioner som skal foretages til periodens EBIT er non-cash transaktioner i perioderne samt cash transaktioner, som ikke afspejler sig i driften og derved har en indvirkning på cash flow for henholdsvis budget- og terminalperioden.

I den forbindelse har vi identificeret følgende seks korrektioner som skal foretages før periodernes cash flow kan fastsættes:

- 1) Tilbageførsel af- og nedskrivninger efter IAS 17,
- 2) Ændringer i arbejdskapital,
- 3) Investeringer,
- 4) IFRS 16 regulering af driftsomkostningerne
- 5) IFRS 16 regulering af afskrivninger på right of use aktivet, og
- 6) Skat af EBIT,

Derfor vil nedenstående afsnit klarlægge hver korrektion samt hvorledes denne er fastsat.

10.8.1 Tilbageførsel af IAS 17 afskrivninger

Den første korrektion vi foretager er tilbageførsel af periodernes afskrivninger for hvert år. Denne er på forhånd givet, da det ligeledes er en særskilt regnskabspost. Afskrivningerne og nedskrivningerne er et udtryk for, at afskrivningerne er en historisk investering som afskrives over levetiden af aktivet, hvor en nedskrivning derimod er en regnskabsmanøvre som foretages, hvis et aktiv står til en for høj værdi som kan ske af en masse årsager. Fælles for dem begge er, at det er en regnskabsteknisk øvelse forstået på den måde, at det der har påvirkning for cash flowet er selve investeringen, da det er her der sker et træk på virksomhedens likvider, hvor af- og nedskrivninger er en non-cash transaktion. Derfor tilbagefører vi de afskrivninger, der er opgjort i proformaopgørelsen i figur 10-1 for hver periode.

10.8.2 Ændring i arbejdskapital

Den anden korrektion, der skal foretages til EBIT, er ændringen i arbejdskapitalen, hvilket kan defineres som ændringen i de kortfristede driftsaktiver og kortfristede drift forpligtigelser (Sørensen (2012): 159). Dette er balanceposter, som har en cash betydning, det skal forstås på den måde, at en stigning i virksomhedens tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser reelt betyder, at selskabet endnu ikke har modtaget penge i kassen, og derfor skal der tages højde for dette i opgørelsen af virksomhedens cash flow. Omvendt hvis virksomhedens kreditorer er steget, har det den konsekvens, at virksomheden endnu ikke har betalt, og derfor er pengene ikke taget ud af kassen.

Måden at identificere alle transaktionerne er ved at foretage en reformulering af balancen. Her inddeles hele balancen i følgende kategorier; anlægskapital, arbejdskapital, ordinær egenkapital og netto finansielle forpligtigelser. (Sørensen (2012): 159). Med dette in mente har vi foretaget en reformulering af DS Nordens historiske balance, jf. Bilag 4. Af denne reformulering fremgår det, at der historisk har været store udsving i udviklingen og derved ikke er et normaliseret niveau eller generelt et mønster i udviklingen. Derfor har vi på denne baggrund antaget, at det vil være et overordnet mål for DS Norden at forbedre deres arbejdskapital med 20% hvert år. Svarende til USD 5,7 million for 2017 og så efterfølgende 20% forbedret ændring for de efterfølgende perioder.

10.8.3 Investeringer

Den tredje korrektion, der foretages er investeringer som DS Norden foretager i perioderne, da disse investeringer har en "negativ" effekt på cash flowet for perioden. Disse investeringer afspejles ikke af resultatopgørelsen, hvorfor der skal ske en regulering efterfølgende for at kunne vise periodernes cash

flow. I lighed med vores antagelser for omsætningen har vi ikke kalkuleret, at DS Norden vil øge deres flåde markant gennem perioderne.

Det er vores antagelse, at DS Norden alene vil foretage reinvesteringer af nye egne skibe på et begrænset niveau og derfor har valgt at benytte den samme samlede investering som i 2016 for 2017, altså USD 37 millioner og derefter tillægge en 2% stigning for de efterfølgende år i budgetperioden og terminal perioden som en udvikling i kostpriserne på skibene. Igen er kostpriser på nybyggerier stærkt afhængige af timecharter markedet. Det er som ved de øvrige forudsætninger, at vores beregning ikke er betinget af, om det er det præcise tal, så længe dette er det samme i begge beregninger.

Særligt for investeringer efter IFRS 16 er at fremadrettet vil der være indregnet yderligere investeringer på balancen i form af tilgange på rights of use aktivet. Disse investeringer vil ikke være et uvæsentlig beløb for eksempel alene i 2017 er der planlagt investeringer for i alt USD 313 millioner i nye skibe, jf. vores opgørelse i Bilag 3. Dette skyldes, at det er hele leasingkontrakter, som bliver indregnet som en tilgang på balancen efter IFRS 16. Dog skal der ikke foretages regulering af disse investeringer til brug for cash flow opgørelsen for perioderne, fordi der ikke er tale om cash transaktioner, da betalingen først sker løbende igennem leasingydelsen over perioden. Hvorfor der, i lighed med de to forrige reguleringer, ikke er nogen forskel mellem IAS 17 og IFRS 16.

10.8.4 IFRS 16 – regulering af driftsomkostningerne

Regulering af driftsomkostningerne er den første IFRS 16 regulering, som bliver foretaget og derved kun aktuel i IFRS 16 opgørelsen. Reguleringen er, som tidligere beskrevet, en regulering af leasingydelsen, som har været indregnet i driftsomkostninger og fremadrettet vil blive ført ned som henholdsvis afskrivninger og renter. Derved vil den første variation i vores opgørelse opstå mellem IAS 17 og IFRS 16 opgørelsen.

Den regulering, der skal foretages for hver periode, har vi opgjort på baggrund af opgørelsen af leasingforpligtigelsen pr. 31.12.2016, jf. Bilag 3. Denne opgørelse viser, hvordan leasingydelsen for leasingforpligtigelsen pr. 31.12.2016 forfalder gennem leasingperioden af de eksisterende kontrakter. Derfor skal der for budgetperioden foretages regulering af leasingydelsen fra 2017 til 2021 fra Bilag 3, hvilket vi har opgjort i figur 10-2.

Dog er der i disse tal kun inkluderet eksisterende leasingkontrakter, hvorfor der ikke er medtaget optagelse af nye kontrakter i DS Norden som følge af antagelsen om, at DS Norden vil optage nye leasingkontrakter når eksisterende leasingaftaler udløber. Derfor har vi på baggrund af flådelisten i Bilag 2 foretaget et skøn og antaget, at der fra 2010 til og med 2017 er indgået leasingkontrakter for i alt 70 skibe i denne periode, hvilket svarer til 8,75 skibe i gennemsnit pr. år (begge år inklusiv). Vi runder

dette antal op til 9 nye leasingkontrakter om året. I 2016 blev der indgået 9 nye leasingaftaler, hvorfor vi har til brug for den ekstra tilgang om året valgt at tillægge leasingydelsen for 2016 som et estimat for året tilgange i resten af budgetperioden. Derfor har vi i figur 10-2 tillagt USD 20.429 tusinde for hvert år på nær 2017, hvor årets tilgange er inkluderet i leasingopgørelsen.

Figur 10-2 Oversigt over driftsomkostninger i budget- og terminalperioden

IFRS driftsomkostning regulering USD'000	2017	2018	2019	2020	2021t
Leasingydelse (eksisterende leasingaftaler)	412.569	423.576	365.838	365.838	327.576
Leasingydelse (nye leasingaftaler)	-	20.429	20.429	20.429	20.429
Total	412.569	444.005	386.267	386.267	348.005

Kilde: Egen tilvirkning

Baseret på figur 10-2 kan vi nu fastlægge, hvor meget IFRS 16 reguleringen af driftsomkostningerne skal være for hver periode i opgørelsen af cash flow opgørelsen med IFRS 16 indregnet.

10.8.5 IFRS 16 – regulering af afskrivningerne på right of use aktivet

Regulering af afskrivninger på right of use aktiver er den sidste IFRS 16 regulering, som bliver foretaget og i lighed med ovenstående regulering kun relevant for IFRS 16 opgørelsen. Reguleringen er, som tidligere beskrevet, regulering af den afskrivning, som opstår på den nye anlægskategori som tidligere har været indregnet i driftsomkostninger. Derved vil denne mindske forskellen som reguleringen af driftsomkostningerne medførte, hvorfor forskellen derfor kun vil være periodernes rentekomkostning og derved den endelige forskel mellem opgørelsen af henholdsvis IAS 17 og IFRS 16 cash flowet. Det er væsentligt at bemærke, at i modsætning til afskrivningerne på "normale" anlægsaktiver hvor afskrivningerne er klassificeret som non-cash transaktioner, er right of use aktivets afskrivninger en cash transaktion og skal derfor ikke tilbageføres i opgørelsen, da disse afskrivninger repræsenterer den løbende leasingydelse, og derfor har effekt på vores cash flow.

Som ved IFRS 16 reguleringen af driftsomkostningen har vi beregnet afskrivningerne ved opgørelsen af leasingforpligtigelsen pr. 31.12.2016, og hvordan disse vil løbe gennem budgetperioden, hvilket vi har vist i figur 10-3. Endvidere skal der, i lighed med IFRS 16 driftsreguleringen, tillægges afskrivninger for de efterfølgende års tilgange efter samme princip som ved opgørelsen af driftsomkostninger, hvilket vi ligeledes har inkluderet i figur 10-3 ud fra de ovenfor angivne forudsætninger.

Figur 10-3 Oversigt over afskrivninger i budget- og terminalperioden

IFRS afskrivning af right of use aktivet regulering	2017	2018	2019	2020	2021t
Leasing afskrivning (eksisterende leasingaftaler)	\$ 368.427	\$ 377.881	\$ 322.228	\$ 322.228	\$ 287.187
Leasing afskrivning (nye leasingaftaler)	\$ -	\$ 17.547	\$ 17.547	\$ 17.547	\$ 17.547
Total	\$ 368.427	\$ 395.428	\$ 339.775	\$ 339.775	\$ 304.734

Kilde: Egen tilvirkning

Baseret på figur 10-3 kan vi nu fastlægge, hvor meget IFRS 16 reguleringen af afskrivningerne af right of use aktivet skal være for hver periode i opgørelsen af cash flow opgørelsen med IFRS 16 indregnet.

10.8.6 Skat af EBIT

Sjette korrektion er skat af EBIT for budgetperioderne og terminalperioden. Særligt for DS Norden er, at de er klassificeret som en særlig type virksomhed, forstået på den måde at de er underlagt tonnageskattelovgivningen. Hvilket betyder, at DS Norden kun betaler skat af den nettotonnage som DS Norden råder over, i modsætning til andre selskaber som betaler skat af deres EBIT i henhold til selskabsskatteloven. (Danish Shipping)

Dette er en meget fordelagtig ordning, som blev indført for, at de danske rederier kunne konkurrere mod resten af markedet. Det har den betydning, at den effektive skattesats er meget lav for DS Norden, derfor har vi baseret den skattesats, som vi vil anvende på de historiske effektive skattesatser. Vi har kunne fastlægge en effektiv skattesats på 7% af EBIT for budget- og terminalperioden, som er den gennemsnitlige skatteprocent af EBIT gennem de sidste fem år, jf. Bilag 4. Det skal endvidere understreges, at tonnageskattelovgivningen ikke bliver berørt af IFRS 16 til trods for, at EBIT ændrer sig, hvilket skyldes som nævnt ovenfor, at denne bliver beregnet ud fra den nettonnage, som DS Norden råder over, og derfor ikke kan afledes direkte af EBIT. Men vi har valgt at anvende 7% baseret på historisk viden, og derfor anvender vi de samme tal i begge opgørelser af cash flowet for budgetperioden og terminalperioden.

10.9 Delkonklusion

Vi har med de ovenstående antagelser, forudsætninger og reguleringer mulighed for at fastlægge budgetperiodens og terminalperiodens cash flow efter henholdsvis IAS 17 og IFRS 16. Hvilket vi har opsummeret i figur 10-4 og figur 10-5.

10.9.1 IAS 17

Figur 10-4 Korrektioner til IAS 17

Korrektioner - IAS 17 (USD'000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022t
EBIT	26.472	83.911	65.918	33.796	16.046	23.603
+ afskrivninger og hensættelser	49.589	50.581	51.592	52.624	53.677	55.572
+ ændringer i arbejdskapital	5.778	1.156	231	46	9	2
- investeringer i anlægsaktiver	(36.813)	(37.549)	(38.300)	(39.066)	(39.848)	(41.043)
- skat på EBIT	(1.853)	(5.874)	(4.614)	(2.366)	(1.123)	(1.652)
Cash flow før finansielle poster efter skat	43.174	92.225	74.827	45.034	28.761	36.481

Kilde: Egen tilvirkning

10.9.2 IFRS 16

Figur 10-5 Korrektioner til IFRS 16

Korrektioner - IFRS 16 (USD'000)	2017	2018	2019	2020	2021	2022t
EBIT	26.472	83.911	65.918	33.796	16.046	23.603
+ afskrivninger og hensættelser	49.589	50.581	51.592	52.624	53.677	55.572
+ ændringer i arbejdskapital	5.778	1.156	231	46	9	2
- investeringer i anlægsaktiver	(36.813)	(37.549)	(38.300)	(39.066)	(39.848)	(41.043)
+ IFRS 16 regulering tilbageførsel af driftsomkostning	412.569	444.005	386.267	386.267	348.005	451.735
- IFRS 16 regulering minus right of use assets afskrivninger	(368.427)	(395.428)	(339.775)	(339.775)	(304.734)	(402.067)
- skat på EBIT	(1.853)	(5.874)	(4.614)	(2.366)	(1.123)	(1.652)
Cash flow før finansielle poster efter skat	87.315	140.801	121.318	91.526	72.033	86.150

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 10-4 og figur 10-5, er cash flowet forskelligt efter henholdsvis IAS 17 og IFRS 16, hvilket var forventet, da vi til brug for DCF-modellen anvender cash flow før finansielle poster og efter skat. Derfor er det renteomkostningerne, der afviger mellem de to opgørelser, hvilket figur 10-6 viser. Derfor vil det nu være op til beregningen at eliminere denne forskel, hvis ikke der skal være forskel i de to beregninger, hvilket kapitel 11 vil belyse om DCF-modellen tager højde for eller ej.

Figur 10-6 Ændring i cash flow

Forskel i cash flow	2017	2018	2019	2020	2021	2022t
IAS 17 - Cash flow før finansielle poster efter skat	43.174	92.225	74.827	45.034	28.761	36.481
IFRS 16 - Cash flow før finansielle poster efter skat	87.315	140.801	121.318	91.526	72.033	86.150
Forskel	44.142	48.577	46.492	46.492	43.271	49.668

Kilde: Egen tilvirkning

11 Værdiansættelse

Ovenstående kapitel havde til formål at skabe fundamentet til brug for selve DCF-modellens beregning af nutidsværdien af de fremtidige cash flow, som vil tilgå selskabet og i dette tilfælde DS Norden.

Dette kapitel har til formål at belyse de elementer, der indgår i selve beregningen samt værdien af de fremtidige cash flow med forskellen på værdiansættelsen for IAS 17 og IFRS 16 for øje, samt hvordan de opgøres. Derfor er strukturen i underafsnittene bygget op i de forskellige elementer; forståelsen af dem og hvordan disse er aktuelle for DS Norden. Det vil fremgå for hvert afsnit, hvis der er forskelle mellem de to beregninger, eller om de er ens.

11.1 Vægtet gennemsnitlig kapitalomkostning

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, herefter kaldet WACC (Weighted Average Cost Of Capital), er et væsentligt og centralt element i de indirekte værdiansættelsesmodeller, fordi det er WACC, som er diskonteringsrenten i beregningen. Hvilket betyder, at i en DCF-model vil de fremtidige frie cash flow blive tilbagediskonteret med WACC. Hvorimod i en direkte model vil det være ejernes afkastkrav, som vil blive anvendt i stedet. (Sørensen, (2012): 49)

Dette betyder, at hvis den anvendte WACC er lavere end i den faktiske WACC, vil dette medføre, at værdien af den virksomhed som værdiansættes, vil blive overvurderet og omvendt, hvis der anvendes en højere WACC, end hvad den reelle WACC er, vil det medføre en undervurdering af værdien af selskabet.

WACC er et udtryk for det afkastkrav som kapitalindskyderne i selskabet forventer. Kapitalindskyderne i DS Norden kan inddeles i to grupper, i) egenkapital, som indskydes af investorer og ii) fremmedkapital, som kunne være gennem banker. Begge grupper vil have et forskelligt krav til afkastet af deres investering. Typisk vil investorerne have et højere krav til deres investering, som følge af, at de påtager sig de største risici, ved at være de sidste som får afkast af deres investering. Dette skyldes, at investorer modtager deres afkast igennem udbytte, hvorimod fremmedkapital, oftest vil blive afregnet løbende igennem rentebetalinger, gebyr osv.

Endvidere vil investorer som udgangspunkt også være dårligere stillet end fremmedkapitalejerne i tilfælde af en konkurs, da de vil have en lavere prioritet i rækkefølgen ved fordelingen af et konkursbo. Derfor er det ligeledes vigtigt i beregningen af WACC, at der tages højde for forholdet mellem den egenkapital og fremmedkapital i den totale kapital, således at der sker en korrekt vægtning af dette.

Beregningen af WACC opstilles på følgende måde (Sørensen, (2012): 46):

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * R_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g$$

Hvor,

r_{wacc}	= vægtede gennemsnit omkostninger
V_0^E	= markedsværdi af egenkapital
V_0^{NFF}	= markedsværdi af netto finansielle forpligtigelser
V_0^{EV}	= markedsværdi af virksomheden ($V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}$)
r_e	= ejernes afkastkrav
r_g	= finansielle omkostninger efter skat

Som det fremgår af ovenstående formel, så bør egenkapitalen og gælden begge opgøres til markedsværdi. Det er dog et problem, da formålet med DCF-modellen er at beregne, hvad markedsværdien af egenkapitalen er. Derved opstår der en cirkulær problemstilling, hvor begge formler er afhængige af hinanden for at kunne beregnes, hvorfor dette ikke er teoretisk ikke er muligt.

Der findes alternative metoder til at fastlægge markedsværdien af egenkapitalen for børsnoterede selskaber. Der kan tages udgangspunkt i kursværdien af aktierne gange antallet i stedet for, hvorved det cirkulære problem løses, da aktuelle kurser afspejler den øjeblikkelige markedsværdi af selskabet. Der findes andre alternativer til opgørelse af markedsværdien af egenkapitalen også for ikke børsnoterede selskaber.

Et eksempel kunne være at benytte interaktion hvor det ved at foretage en konstant systematisk genberegning af henholdsvis WACC og markedsværdien af egenkapitalen på et tidspunkt vil resultere i, at afvigelserne vil blive mindre og mindre, og outputtet af formlerne vil blive konstante. Derved kan en mere pålidelig værdi af selskabet opgøres, da usikkerheden i forhold til de to variable bliver elimineret, dog vil dette ikke fremme reliabilitet i vores afhandling, da det ikke er markedsværdien, som er det væsentligste, derfor vil vi ikke foretage en interaktionsanalyse af WACC.

I forhold til markedsværdien af gælden er det vores antagelse, at denne bliver afspejlet af regnskabet, forstået på den måde at gælden bliver præsenteret til dagsværdi i regnskabet. Hvorfor vores antagelse er, at denne ikke vil afvige væsentligt fra en markedsværdi, og da forholdet vil være gældende for begge

beregninger, vil dette ikke have nogen effekt for de to beregninger, og derved vil vores resultater ikke blive mere valide af den grund.

11.2 Ejernes afkastkrav

Dette afsnit vil belyse, hvorledes ejernes afkastkrav opgøres til brug for beregningen af WACC. I teorien beskrives ejernes afkastkrav som værende værdien af en alternativ investering med samme risiko, og man anbefaler, at Capital Asset Pricing Model anvendes til dette formål, herefter refereret til som CAP-modellen. CAP-modellen ser på sammenhængen mellem afkastet på den enkelte virksomhed og afkastet på hele aktiemarkedet og har en grundlæggende antagelse om, at investorerne kræver et merafkast for deres risikovillighed. Der skelnes mellem to typer af risici, systematiske- og usystematiske risici, hvor usystematiske risici er virksomhedsspecifikke, så som katastrofer, produktionsstop m.m. De systematiske risici er derimod forhold som er gældende for hele aktiemarkedet, forstået på den måde at hvis aktiemarkets afkast falder, så vil en given aktie ligeledes falde og omvendt. CAP-modellen forudsætter, at investorerne risikospredrer deres investeringer, altså ved at investere i en portefølje af aktier hvilket betyder, at de usystematiske risici elimineres, da effekten for en specifik aktie ikke vil påvirke en given investors portefølje i en væsentlig grad. Hvorimod at hvis, der sker et forhold, som er gældende for hele aktiemarkedet, vil dette påvirke hele investorernes portefølje og derved have en væsentlig betydning. Derfor medtager modellen kun systematiske risici, markedsrisikoen, og det forventede afkast, som investoren har og kan derfor illustreres således: (Sørensen, (2012): 43)

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

Hvor,

r_e = ejerens afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsportefølje

$E(r_m) - r_f$ = markedets risikopræmie

Med udgangspunkt i ovenstående vil vi beregne ejerens afkastkrav til DS Norden og nedenfor gennemgå elementerne ved fastlæggelse af de forskellige delkomponenter i beregningen heraf. Afsnittene vil være gældende for både beregningen efter IAS 17 og IFRS 16, da ejernes afkastkrav vil være det samme uagtet om leasing er medregnet på balancen eller ej, selvfølgelig under antagelse om at regnskabsændringen ikke kommer som en overraskelse for investoren.

11.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den rente, hvor der er ingen konkurs- eller reinvesteringsrisici forbundet herved for hvert af de tilbagediskonterede cash flow år. Dette vil i praksis oftest være den tiårige statsobligation som den risikofrie rente estimeres ud fra. (Sørensen (2012): 44)

Ved at benytte Danmarks Statistik har vi påset, at den effektive obligationsrente for en tiårige statsobligation i 2016 er opgjort til 0,30%. (Danmarks Statistik, 2016). Vi har derfor valgt at benytte de 0,30% som risikofri rente i vores beregning af WACC.

Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at renteniveauet er historisk lavt i Danmark, og dette holdes nede af flere interessenter, såsom Nationalbanken. Derved kan der sættes spørgsmålstegn ved, om denne procentsats er det reelle billede af den risikofrie rente, og om der burde lægges en risikopræmie til denne risikofrie rente. Vi har dog vurderet, at dette forhold ikke er væsentligt for os, da vores afhandling ikke har til formål at belyse værdien af aktien.

11.2.2 Risikopræmie

Risikopræmien er det tillæg som en investor kræver for at investere i aktien, fremfor at investere i risikofrie papirer såsom statsobligationer. Der findes overordnet tre muligheder for fastlæggelse af risikopræmien, i) rundspørgen af investorer om deres forventninger og skøn af risikopræmien, ii) estimere risikopræmien gennem historiske data og derved er den historiske risikopræmie den samme som den nuværende, og iii) risikopræmien beregnes ud fra den nuværende aktiekurs ved hjælp af en anden værdiansættelsesmodel, som for eksempel residualindkomstmodellen. (Sørensen, 2012: 44)

Vi har valgt at anvende den første mulighed til fastlæggelse af risikopræmien for DS Norden. Til brug for denne har vi benyttet os af en analyse foretaget af revisions- og rådgivningsvirksomheden PricewaterhouseCoopers, herefter refereret til PwC, som i 2016 har foretaget en rundspørge blandt 17 forskellige investorer om deres forventninger til risikopræmien. (Pricewaterhouse Coopers, 2016: 2)

Af PwC's rapport fremgår det, at respondenterne har et spænd af risikopræmien i intervallet 4,5% til 8,0%, hvor gennemsnittet er på 5,6%. (PricewaterhouseCoopers, 2016: 3) Med dette in mente har vi dog valgt at anvende den højeste risikopræmie på 8,0% i vores beregning af WACC. Hvilket vi har gjort ud fra, at vi ikke kender investorerne som har deltaget i PwC's undersøgelse, og hvilke industrier de primært investerer i. Det er vores vurdering, at i et shippingmarked er der stor risiko i forhold til følsomheden på for eksempel udviklingen i timecharter rates, hvilket betyder at hvis vi var investor, ville vi have en højere risikopræmie end i modsætning til andre industrier.

11.2.3 Beta

Beta er et teoretisk udtryk for, at hvis der er en høj risici, målt i betafakta, er der ligeledes også en forventning om en tilsvarende større risikopræmie. Derfor inddeles betaværdi i fire kategorier,

1) $\beta = 0$, risikofri investering, 2) $0 < \beta < 1$, investering med mindre risiko end markedsporteføljen, 3) $\beta = 1$ risiko som markedsporteføljen, og 4) $\beta > 1$, investering med større risiko end markedsporteføljen. (Sørensen, 2012: 45)

Til brug for vores beregning af WACC har vi ikke valgt selv at foretage en beregning af beta, men vi har derimod valgt at anvende en betaværdi som Financial times har beregnet. Financial times har opgjort betaværdien for DS Norden til 0,83, og dette er gjort med udgangspunkt i fem års statistik modtaget af Reuters. (Financial Times, 2017)

11.2.4 Beregning af ejernes afkastkrav

Med udgangspunkt i ovenstående elementer kan ejernes afkastkrav nu udledes ved brug af CAP-modellen:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f] = 0,30\% + 0,8 * 8\% = 7\%$$

11.3 Fastlæggelse af kapitalstrukturen

Indeværende afsnit vil give klarhed over DS Nordens kapitalstruktur, og hvordan denne påvirker WACC-beregningen, da fordelingen mellem fremmedkapital og egenkapital er et væsentligt element i denne.

For at kunne fastlægge kapitalstrukturen skal markedsværdien af egenkapitalen og nettogælden kendes, som omtalt i introduktionen til beregningen af WACC. Dette skaber et cirkulært problem, da den ene skal bruges i den andens beregning. I forhold til fastlæggelse af kapitalstrukturen anvendes der imidlertid en anden metode. En langsigtet planlagt kapitalstruktur fastlægges for virksomheden, og denne behøves ikke at være lig med den nuværende fordeling og kan ændre sig over tid. (Sørensen, 2012: 47)

Til brug for beregningen af WACC har vi valgt at antage, at det vil være den nuværende kapitalfordeling mellem egenkapital og fremmed kapital som også vil være den fremtidige planlagte kapitalstruktur. Dette har vi fastlagt ud fra den betragtning om, at overordnet set forventer vi et aktivitetsniveau som det nuværende, samt at der løbende bliver skiftet ud i flåden både hvad angår egen ejede skibe men

ligeledes leasede skibe. Derfor vil den nuværende kapitalstruktur også være aktuel i fremtiden og derved kan ligge til grund for vores beregning.

Derfor har vi med udgangspunkt i ovenstående udledt kapitalstrukturen for DS Norden for 2016 på baggrund af balancen pr. det officielle regnskab samt den balance, som vi har udarbejdet for 2016, hvis IFRS 16 var implementeret.

11.3.1 IAS 17

Egenkapitalen udgør USD 801.406 tusinde, den samlede passivsum udgør USD 1.301.030 tusinde, jf. Bilag 4, hvilket svarer til, at der er en fordeling mellem Egenkapital og Fremadkapital på henholdsvis 62% og 38%.

11.3.2 IFRS 16

Egenkapitalen udgør USD 775.484 tusinde, den samlede passivsum udgør USD 3.162.281 tusinde, jf. Bilag 4, hvilket svarer til, at der er en fordeling mellem Egenkapital og Fremadkapital på henholdsvis 25% og 75%.

Baseret på ovenstående beregninger af kapitalstrukturen kan det som forventet konkluderes, at der er stor forskel i kapitalstrukturen i de to beregninger. Dette opstår, når der indregnes en stor leasingforpligtigelse, som ændrer billedet markant. Hvilket betyder, at der vil være en forskel i WACC mellem de to beregninger, som vil blive vist senere.

11.4 Finansielle forpligtigelsers afkastkrav

Dette afsnit vil belyse, hvad fremmedkapitalens afkastkrav er til deres investeringer, som oftest vil være igennem udlån til selskabet.

Finansielle forpligtigelsers afkastkrav er kravet til, hvilken rente virksomheden kan låne til i dag. En væsentlig bemærkning er, at dette måles efter skat. Da pengestrømmene fra driftsaktiviteterne måles efter skat, skal der tages højde herfor. Derfor kan finansielle forpligtigelsers afkastkrav illustreres således: (Sørensen, 2012 : 48)

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

hvor,

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

r_t = selskabsskatteprocent

11.4.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente er fastlagt i afsnit 11.2.1, og denne vil ligeledes blive anvendt til beregningen af afkastkravet for de finansielle forpligtigelser, hvorfor r_f er opgjort til 0,30%.

11.4.2 Selskabsspecifikt risikotillæg

Selskabsspecifikt risikotillæg er det risikotillæg som i dette tilfælde, en bank vil opkræve ved at stille likviditet til rådighed for investeringer. Vi har i afsnit 5.1.5 redegjort for, hvad den alternative lånerente samt forudsætningen, der ligger til grund herfor. Hvorfor vi ligeledes har valgt at anvende rentesatsen på 4,6%, som bankernes selskabsspecifikke risikotillæg i vores beregning nedenfor.

11.4.3 Selskabsskatteprocent

Som tidligere omtalt i afsnit 10.8.6 er DS Norden omfattet af tonnageskatteloven, hvorfor selskabet ikke er underlagt selskabsskattelovens 22% sats. Derfor har vi valgt at anvende denne beregnede skattesats på 7% i formelen.

11.4.4 Beregning af finansielle forpligtigelsers afkastkrav

Derved kan formel opgøres således:

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s) = (0,30\% + 4,60\%) * (1 - 0,07) = 4,56\%$$

11.5 WACC

Baseret på ovenstående inputs kan vi foretage beregning af WACC, hvilket vi har gjort nedenfor. Ved at kapitalstrukturen ændrer sig så markant, som i dette tilfælde ved implementeringen af IFRS 16, medfører det naturligvis en forskel i WACC'en mellem de to beregninger. Forskellen opstår ved ændringen i kapitalstrukturen for DS Norden. Kapitalstrukturen som tidligere var primært egenkapital finansieret (62%) er nu ændret og derfor udgør fremmedkapitalen nu 75% af den samlede finansiering. Hvilket har den konsekvens, at WACC for DS Norden vil være lavere ved implementeringen af IFRS 16, da investorernes afkastkrav er højere end lånerenten, hvorfor vores beregning af WACC for de to opgørelser henholdsvis giver en WACC på 6% og 5% for IAS 17 og IFRS 16.

11.5.1 WACC IAS 17

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * R_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g = (62\% * 7\%) + (38\% * 4,6\%) * (1 - 0,07) = 6\%$$

11.5.2 WACC IFRS 16

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * R_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g = (25\% * 7\%) + (75\% * 4,6\%) * (1 - 0,07) = 5\%$$

11.5.3 Følsomhed ved ændring i kapitalstruktur

På opgørelsestidspunktet ligger afkastkravet for henholdsvis egenkapital og fremmedkapital fast, forstået på den måde at selvfølgelig kan det faktiske afkastkrav være anderledes fra de værdier, som vi har beregnet. Dog i relation til vores afhandling har dette dog ikke nogen betydning, så længe de to afkastkrav er ens i begge beregninger. Derimod er fastlæggelsen af den rigtige kapitalstruktur for DS Norden mere essentiel i denne afhandling, da kapitalstrukturen vil være forskellig, og derved vil beregningen udvise et forskelligt resultat, hvorfor kapitalstrukturen er væsentlig. På denne baggrund har vi derfor valgt at foretage en følsomhedsanalyse af effekten ved en ændring i kapitalstrukturen, hvilket figur 11-1 viser resultatet af.

Figur 11-1 Følsomhedsanalyse - Kapitalstruktur

Følsomheds analyse ved ændring af kapitalstruktur											
Kapitalstruktur	100/0	90/10	80/20	70/30	60/40	50/50	40/60	30/70	20/80	10/90	0/100
WACC	4,28%	4,55%	4,83%	5,10%	5,37%	5,65%	5,92%	6,20%	6,47%	6,75%	7,02%

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 11-1 viser, hvorledes WACC udvikler sig ved, at kapitalstrukturen ændrer sig. Fra venstre mod højre viser den første linje, hvorledes kapitalstrukturen ændres fra at være 100% fremmedkapital til at være 100% egenkapital. Nedenunder er WACC-værdien for den ovenfor angivne kapitalstruktur. Hvilket betyder, at der er et spænd på 2.74% mellem de to helt yderste modsætninger i kapitalstrukturen som går fra en WACC på 4,28% til 7,02%.

Dette betyder, at hvis vi havde fastlagt kapitalstrukturen til at være enten 40/60 eller 30/70, så ville det ikke have den store betydning for WACC beregnet efter IAS 17. Hvis vi anvender en WACC, som er 5,92% eller 6,20%, vil det ikke være udslagsgivende for vores resultat. Ligeledes for IFRS 16. Hvis WACC havde heddet 5,10% eller 4,83%, ville ikke betyde den store forskel for vores endelige resultat.

Derfor vurderer vi, at vores beregnede WACC på henholdsvis 5% og 6% er retvisende, og derved vil de understøtte vores resultat senere i afhandlingen.

Ligeledes skal det nævnes, at vi, som følge af ovenstående følsomhedsanalyse, har antaget, at kapitalstrukturen for DS Norden ikke vil ændre sig gennem budgetperioden og terminalperioden i vores beregninger. Dette sker, da vi helt generelt har antagelsen om, at DS Norden ikke vil foretage væsentlige ændringer i strukturen og vil benytte sig af en geninvesteringsplan, hvorfor kapitalstrukturen vil være forholdsvis stabil. Det betyder, at når ovenstående analyse viser, at WACC ikke ændrer sig radikalt ved mindre forskydninger i kapitalstrukturen har vi valgt at "blot" anvende 5% og 6% i WACC igennem hele beregningen for de forskellige perioder.

11.6 Beregning af diskonteringsfaktor og nutidsværdi af frie cash flow

Med WACC'en fastlagt kan vi nu foretage en beregning af diskonteringsfaktoren og derved beregne nutidsværdien af den fremtidige cash flow for de to beregninger.

Diskonteringsfaktoren, der anvendes til at beregne værdien af de fremtidige cash flow ved at tilbage-diskontere cash flowet med WACC opløftet i perioden. Diskonteringsfaktoren beregnes således:

$$\text{Diskonteringsfaktor} = (1 + \text{WACC})^t$$

Derfor kan diskonteringsfaktoren for henholdsvis IAS 17 og IFRS 16 opgøres som vist i figur 11-2.

Figur 11-2 Diskonteringsfaktor

Diskonteringsfaktor	2017	2018	2019	2020	2021
IAS 17	1,06	1,12	1,19	1,26	1,34
IFRS 16	1,05	1,10	1,16	1,21	1,27

Kilde: Egen tilvirkning

11.6.1 Nutidsværdien af de fremtidige cash flow – budgetperioden

Med fastlæggelse af diskonteringsfaktoren kan vi nu beregne nutidsværdien af de tidligere beregnede cash flows, ved at dividere cash flow med diskonteringsfaktoren. Vi har fortaget beregningen vist i figur 11-3 for budgetperioden for hver af de to beregninger.

Figur 11-3 Oversigt over nutidsværdi af cash flow efter IAS 17 og IFRS 16

Cash flow - IAS 17	2017	2018	2019	2020	2021	Sum
Cash flow før finansielle poster efter skat (USD'000)	43.174	92.225	74.827	45.034	28.761	284.021
Diskonteringsfaktor	1,06	1,12	1,19	1,26	1,34	
Nutidsværdi af Cash flow (USD'000)	40.738	82.114	62.865	35.701	21.515	242.932

Cash flow - IFRS 16	2017	2018	2019	2020	2021	Sum
Cash flow før finansielle poster efter skat (USD'000)	87.315	140.801	121.318	91.526	72.033	512.994
Diskonteringsfaktor	1,05	1,10	1,16	1,21	1,27	
Nutidsværdi af Cash flow (USD'000)	83.190	127.800	104.924	75.418	56.551	447.883

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 11-3, er der en stor forskel i nutidsværdien af de fremtidige cash flow for hver af beregningerne. Dette var også forventet som følge af forskellen mellem renterne som tidligere beskrevet. Nutidsværdien af de fremtidige cash flows for budgetperioden vil blive anvendt i afsnit 11.7 og vil indgå i den samlede beregning af værdiansættelsen af DS Norden.

11.6.2 Nutidsværdien af de fremtidige cash flow – terminalperioden

Vi har valgt at adskille opgørelsen af nutidsværdien af de fremtidige cash flow fra terminalperioden, da denne opgøres en smule anderledes end for budgetperioden.

Nutidsværdien af fremtidige cash flows fra terminalperioden opgøres efter samme formel som ved budgetperioden. Da terminalperioden faktisk ikke er defineret i forhold til at skulle opløfte WACC i et år. Derfor anvendes den sidste budgetperiodes WACC og diskonteringsfaktor også for terminalperiodens opgørelse. Endvidere har vi for terminalperioden antaget, at der vil være en konstant vækst på 0,5% gennem hele perioden, hvilket betyder, at dette forhold skal indregnes i beregningen af diskonteringsfaktoren og nutidsværdien af de fremtidige cash flows fra perioden.

Dette sker ved:

$$\text{Diskonteringsfaktor} = (\text{WACC} - V) * (1 + \text{WACC})^t$$

Derved kan vi fastlægge terminalperiodenes diskonteringsfaktor til at udgøre 0,07 for IAS 17 opgørelsen og 0,06 for opgørelsen efter IFRS 16.

Dernæst skal terminalperiodens cash flow opgøres, hvor der skal tages højde for den konstante vækst i forhold til det tidligere beregnet cash flow i afsnit 10.9. Dette betyder at cash flowet for terminal-

perioden skal tillægges 0,5% vækst, hvor vi efterfølgende kan beregne nutidsværdien af cash flowet. Vi har beregnet de to terminalperioders cash flow i figur 11-4.

Figur 11-4 Oversigt over cash flow i terminalperioden

Cash flow - IAS 17		2022t
Cash flow før finansielle poster efter skat (USD'000)		36.481
Vækst (USD'000)		182
Diskonteringsfaktor (USD'000)		0,07
Nutidsværdi af Cash flow (USD'000)		500.647

Cash flow - IFRS 16		2022t
Cash flow før finansielle poster efter skat (USD'000)		86.150
Vækst (USD'000)		431
Diskonteringsfaktor (USD'000)		0,06
Nutidsværdi af Cash flow (USD'000)		1.524.551

Kilde: Egen tilvirkning

11.7 Værdiansættelse af DS Norden

Med nutidsværdierne af de fremtidige frie cash flows har vi nu mulighed for at foretage den sidste del af beregningen af værdiansættelsen af DS Norden for hver af de to beregninger. De sidste inputs som vi mangler for at kunne opgøre værdien er markedsværdien af den rentebærende gæld (netto finansielle forpligtigelser) og antal aktier.

Markedsværdien af den rentebærende gæld har vi opgjort i den reformulerede balance, jf. Bilag 4. Hvor de netto finansielle forpligtigelser er opgjort til positiv USD 22.566 tusinde efter IAS 17 og negativ USD 2.278.727 tusinde efter IFRS 16.

Antal aktier er taget fra DS Nordens årsrapport for 2016, hvor antallet af aktier er oplyst til 42.200 tusinde pr. 31.12.2016 (DS Norden, 2016: 74).

11.7.1 Værdiansættelse efter IAS 17

Baseret på de indsamlede og beregnede input har vi nedenfor opgjort værdien af DS Norden, opgjort på baggrund af de gældende regler efter IAS 17. Som vores beregning viser i figur 11-5, opgøres værdien af DS Norden til USD 766.145 tusinde svarende til, at aktien udgør DKK 127,99 pr. aktie, hvilket er DKK 17,49 mere end hvad den officielle aktiekurs er pr. 31.12.2016.

Figur 11-5 Værdiansættelse - IAS 17

Værdiansættelse ultimo 2016	
Nutidsværdi frit cash flow i budgetperiode	242.932
Nutidsværdi frit cash flow i terminalperioden	500.647
Virksomhedsværdi	743.579
Markedsværdi af rentebærende gæld ultimo 2016	22.566
Egenkapitalens værdi	766.145
Antal aktier ('000)	42.200
Værdi pr. aktie USD	18,16
Valuta kurs pr. (31.12.2016)	7,05
Værdi pr. aktie DKK	127,99
Børs kurs pr. (31.12.2016)	110,50
Over-/ undervurdering	17,49

Kilde: Egen tilvirkning

11.7.2 Værdiansættelse efter IFRS 16

Som tilfældet i ovenstående afsnit, har vi baseret på de indsamlede og beregnede input opgjort værdien af DS Norden på baggrund af de gældende regler efter IFRS 16. Beregningen i figur 11-6 viser, at værdien af DS Norden er opgjort til negativ USD 766.145 tusinde svarende til, at aktien udgør DKK 127,99 pr. aktie, hvilket er DKK 121,77 mere end hvad den officielle aktiekurs er pr. 31.12.2016

Figur 11-6 Værdiansættelse - IFRS 16

Værdiansættelse ultimo 2016	
Nutidsværdi frit cash flow i budgetperiode (USD)	447.883
Nutidsværdi frit cash flow i terminalperioden (USD)	1.524.551
Virksomhedsværdi (USD)	1.972.435
Markedsværdi af rentebærende gæld ultimo 2016 (USD)	(2.039.901)
Egenkapitalens værdi (USD)	(67.466)
Antal aktier ('000)	42.200
Værdi pr. aktie USD	(1,60)
Valuta kurs pr. (31.12.2016)	7,05
Værdi pr. aktie DKK	(11,27)
Børs kurs pr. (31.12.2016)	110,50
Over-/ undervurdering	(121,77)

Kilde: Egen tilvirkning

11.7.3 Delkonklusion

Som det fremgår af de to beregninger, er der stor forskel mellem de beregnede værdier af DS Norden pr. 31.12.2016, som udgør hele DKK 139,26 i forhold til en børskurs på DKK 110,5 pr. 31.12.2016. Dette kan henføres til, at der særligt for beregningen efter IFRS 16 opstår en negativ værdi, hvilket selvfølgelig ikke er korrekt, da en ændring i regnskabspraksis ikke skal kunne give et selskab en negativ værdi af de fremtidige cash flows. Derfor er det vigtigt at forstå, hvorfor der forekommer en negativ værdi ved implementeringen af IFRS 16. Til dette formål har vi foretaget en følsomhedsanalyse i kapitel 12, som vil belyse, hvorledes denne forskel opstår og hvorfor.

12 Følsomhedsanalyse

Dette kapitel vil undersøge, hvorfor der opstod en så stor forskel mellem de to beregninger af værdien af DS Norden i kapitel 11, fordi der kun er tale om en ny regnskabsstandard, hvorfor denne ikke skulle have nogen betydning for værdien af DS Nordens fremtidige cash flows. Dette er Jacob Pedersens forståelse og forventning, at teorien bag DCF-modellen, som en værdiansættelsesmodel bør tage højde for en eventuel ændring i regnskabspraksis.

Derfor har dette kapitel til formål at I) identificere hvilke inputs ændrer sig, II) hvilke konsekvenser har disse i beregningen, III) hvor følsomme er disse inputs, og IV) sandsynligheden for fejl i disse inputs.

12.1 Identificerede inputs

Baseret på de foregående kapitler og de to DCF-beregninger af DS Norden, jf. Bilag 5, har vi identificeret følgende inputs, som har ændret sig som følge af implementeringen af IFRS 16.

1. Korrektionerne til cash flow (IFRS 16 reguleringerne)
2. Kapitalstrukturen
3. WACC
4. Volatiliteten af renten på fremmedkapital

Som nævnt igennem afhandlingen har vores beregning ikke til formål at belyse den eksakte og korrekte værdi af DS Norden, men derimod at påvise om den ændrede regnskabspraksis har betydning for værdien af DS Norden, ud fra en DCF-model, hvilket ikke er Jacob og teoriens forventning. Hvorfor vi som et "succes" kriterie har antaget, at uagtet hvilken beregning, der anvendes, så vil denne teori være korrekt, hvis beregningerne kommer tæt på den samme værdi med de samme inputs.

De efterfølgende underafsnit vil belyse konsekvenserne, følsomheden og sandsynligheden for fejl i disse inputs.

12.1.1 Korrektionerne til cash flow (IFRS 16 reguleringerne)

Korrektionerne til cash flow opgørelsen altså tilbageførsel af driftsomkostningerne og tillæg af afskrivningerne for hver periode er beregnet på baggrund af de beregnede værdier, som vi har foretaget i afsnit 10.8 og vurderet som input i forbindelsen med værdiansættelsen, jf. kapitel 11. Inputtet er væsentligt, da dette har direkte effekt på cash flowet for en given periode, og derved kan ses direkte på cash flowet, hvor den positive effekt vil øge en periodes cash flow og omvendt. Inputtet består af to dele;

tilbageførslen af driftsomkostningerne og tillæg af afskrivningerne. Dog vil en tilsvarende stigning i begge inputs udligne effekten, derfor vil vi se denne regulering netto i vores sandsynliggørelse. Yderligere udviser den nuværende beregning en negativ værdi af de fremtidige cash flow, hvorfor det kun er relevant at se på positive justeringer af inputtet.

Endvidere har denne korrektion kun betydning for værdien af DS Norden efter beregningen hvor IFRS 16 er implementeret. Derfor vil benchmarket for at vurdere, hvor følsom dette input er at måle effekten ved ændringer i inputtet op imod værdien af DS Norden efter IAS 17 beregningen.

Figur 12-1 Følsomhedsanalyse - Cash flow

IFRS reguleringer - følsomhed USD'000	2017	2018	2019	2020	2021	2022t
Cash flow - efter beregningen	87.315	140.801	121.318	91.526	72.033	86.150
Cash flow - + 5m for hver periode	92.315	145.801	126.318	96.526	77.033	91.150
Cash flow - + 10m for hver periode	97.315	150.801	131.318	101.526	82.033	96.150
Cash flow - + 15m for hver periode	102.315	155.801	136.318	106.526	87.033	101.150
Cash flow - + 20m for hver periode	107.315	160.801	141.318	111.526	92.033	106.150
Cash flow - + 25m for hver periode	112.315	165.801	146.318	116.526	97.033	111.150
Cash flow - + 30m for hver periode	117.315	170.801	151.318	121.526	102.033	116.150
Cash flow - + 35m for hver periode	122.315	175.801	156.318	126.526	107.033	121.150
Cash flow - + 40m for hver periode	127.315	180.801	161.318	131.526	112.033	126.150

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 12-1, vil værdien af DS Norden aktien efter IFRS 16 beregningen først være tæt på eller overstige de DKK 127,99 pr. aktie, som er værdien efter IAS 17, ved at der bliver tillagt over USD 35 millioner i hver periodes cash flow. Derfor kan det konkluderes, at dette input ikke er særligt følsomt, som følge af, at der skal markante stigninger til før, at dette har en væsentlig effekt i forhold til at udligne den forskel, der er ved de to beregninger. Endvidere vurderer vi, at det er usandsynligt, at der vil være så massive forskelle i cash flow opgørelserne, da det kun er renteeffekten, som vil være effekten mellem de to opgørelses cash flow, det ville svare til at der nærmest skulle optages yderligere USD 2 milliarder i gæld på balancen for, at der kan være en forskel på USD 35 millioner, jf. Bilag 3. Hvorfor det kan udledes, at det ikke er periodernes cash flow, som driver forskellen mellem de to beregninger.

12.1.2 Kapitalstrukturen

Kapitalstrukturen ændrer sig markant ved implementeringen af IFRS 16, da der optages så stor en gæld på balancen. Kapitalstrukturen indgår i beregningen af WACC, som vi har beskrevet i kapitel 11. Vi har ligeledes i kapitel 12 beskrevet følsomheden af denne, hvorfor der henvises til figur 12-2.

Som afsnittet beskriver, er der et spænd på 2,78% i WACC ved enten at være 100% egenkapital finansieret eller 100% fremmedkapital finansieret. Uagtet hvilken retning vil det være urealistisk, at den anvendte kapitalstruktur skulle være så forkert i vores beregning. Hvorfor vi anser at en væsentlig fejl i dette input, som værende ikke sandsynligt. Effekten af ændringen i WACC uagtet om den er realistisk eller ej, vil blive belyst i det efterfølgende afsnit, hvor WACC gennemgås.

12.1.3 WACC

Som tidligere nævnt er WACC et væsentligt element i DCF-modellen, hvorfor WACC påvirkes af kapitalstrukturen. Derfor er det nærliggende at se, hvilken effekt WACC har på værdiansættelsen. Figur 11-1 viser, at WACC vil bevæge sig i intervallet 4,28% til 7,02% alt efter kapitalstrukturen i beregningen for IFRS 16. Derfor har vi i figur 12-2 beregnet, hvad aktieværdien vil være, hvis WACC ændres. Dette er foretaget for begge beregninger således, at det viser, hvornår aktiekursen i de to beregninger vil være ens.

Figur 12-2 Følsomhedsanalyse - WACC - IAS 17 og IFRS 16

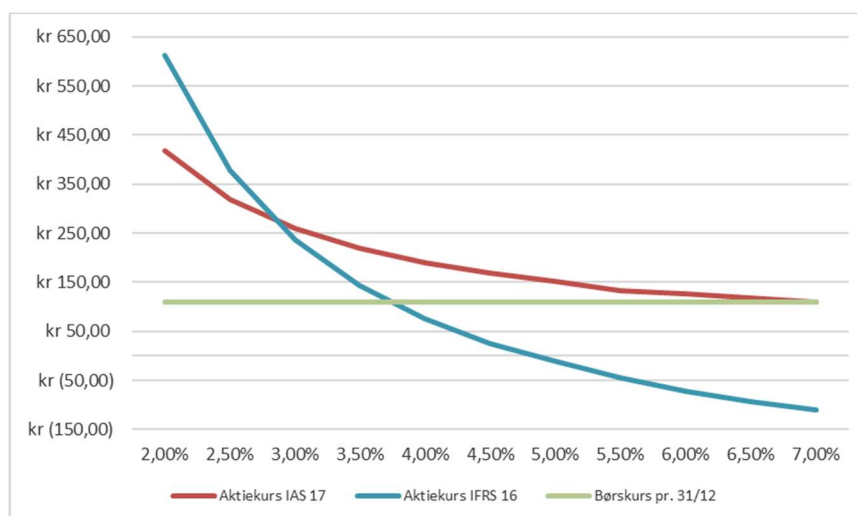
WACC	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%	7,00%
Aktiekurs IAS 17 (DKK)	418,58	318,83	258,91	218,90	190,28	168,78	152,02	132,51	127,55	118,34	110,52
Aktiekurs IFRS 16 (DKK)	613,63	378,35	237,14	142,95	75,64	25,12	(11,27)	(45,68)	(71,45)	(92,95)	(111,16)
Forskel (DKK)	195,05	59,52	(21,77)	(75,95)	(114,64)	(143,66)	(163,29)	(178,19)	(199,00)	(211,29)	(221,68)
Børskurs pr. 31/12	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 12-2, vil IFRS 16 beregningen være tættest på IAS 17 beregningen, hvis WACC er mellem 2,5% og 3,0%. Dette betyder, at over 100% af kapitalstrukturen ville være fremmedkapital, hvilket er utænkeligt og reelt set ikke er muligt, medmindre selskabet havde en negativ egenkapital.

Ved siden af dette viser figur 12-2, at WACC er et væsentligt input i beregningen, hvilket vi har illustreret i figur 12-3.

Figur 12-3 Følsomhedsanalyse - WACC - IAS 17 og IFRS 16



Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 12-3, ses det klart, at ved implementeringen af IFRS 16 forøges sensitiviteten i WACC for beregningen af aktiekursen for DS Norden. Hvilket skyldes at grafen bliver markant eksponentiel, hvor grafen for IAS 17 er eksponentiel, dog en smule mere til den lineære side. Hvorfor det kan konkluderes, at IFRS 16 betyder, at sensitiviteten i WACC er øget i dette tilfælde for beregningen af værdien af DS Norden end inden implementeringen.

12.1.4 Volatiliteten af renten på fremmedkapital

Rentesatsen er fastsat ud fra en gennemsnitsbetragtning af en peer group, som vi har fastlagt, da vi ikke kunne få adgang til underliggende kontrakter og derved beregne nogle mere præcise renter for dels leasingaftalerne men også i forhold til værdiansættelsen. Det er klart, at når der optages en gæld på USD 2,7 milliarder på balancen, så vil renten vedrørende denne gæld være et væsentligt input i vores beregning. Dels af selve den leasingforpligtigelse, som indregnes på balancen men lige så vigtig for værdiansættelsen af selskabet.

Derfor har vi valgt at se på, hvorledes ændringer i rentesatsen påvirker værdiansættelsen for DS Norden, hvilket vi har beregnet i figur 12-4.

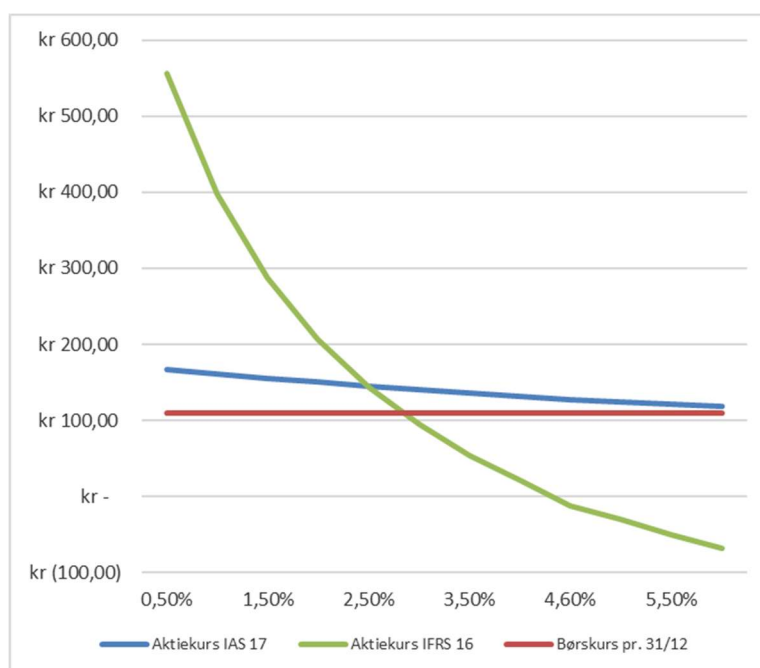
Figur 12-4 Følsomhedsanalyse - Rentesats på fremmedkapital

Rentesats på fremmedkapital	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,60%	5,00%	5,50%	6,00%
Aktiekurs IAS 17 (DKK)	167,69	161,40	155,61	150,27	145,32	140,73	136,45	132,45	127,99	125,20	121,91	118,80
Aktiekurs IFRS 16 (DKK)	555,50	397,38	287,26	206,15	143,92	94,66	54,69	21,61	(11,28)	(29,98)	(50,49)	(68,38)
Forskel (DKK)	387,81	235,98	131,65	55,88	(1,40)	(46,07)	(81,76)	(110,84)	(139,27)	(155,18)	(172,40)	(187,18)
Børskurs pr. 31/12 (DKK)	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50	110,50

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 12-4, så er det tydeligt, at renten på fremmedkapitalen er blevet yderst følsom efter implementeringen af IFRS 16. Dette var forventeligt som følge af størrelsen af gælden, som er indregnet på DS Nordens balance. Figur 12-5 illustrerer, hvor følsom renten på fremmedkapitalen er blevet og hvor store udsving en lille ændring i renten vil medføre på værdien af aktien. Figuren viser, at ved anvendelse af en rente på 2,5%, så vil begge beregninger have den samme aktieværdi.

Figur 12-5 Følsomhedsanalyse - Rentesats på fremmedkapital



Kilde: Egen tilvirkning

12.2 Delkonklusion

Som det fremgår af de ovenfor identificerede forhold, er der sket en væsentlig sensitivitet af henholdsvis WACC og renten på fremmedkapitalen. En sensitivitet der teoretisk skulle blive afdækket i DCF-modellen ved, at den øgede renteforskel mellem de to beregningers cash flow og blive udlignet, ved en markant højere rentebærende gæld som det "forøgede" cash flow skulle kunne håndtere. Via vores beregninger i kapitel 11 er det blevet klart, at beregningen ikke har formodet, at "opsuge" de inputs i modellen som i DS Nordens tilfælde er så store værdier, hvorfor det bliver et problem for analytikere og andre interessenter fremadrettet.

Det kan diskuteres, om der er anvendt en forkert rente ved beregningen? Vi kan i teorien ikke afslå dette, men dette ændrer dog ikke på det faktum, at hvis der anvendes en lavere rente i beregningen af værdien af DS Norden, så vil denne ikke kun påvirke beregningen, og den vil ligeledes skulle anvendes ved opgørelsen af right of use aktivet og leasingforpligtigelsen til en start.

Dette betyder, at der vil ske en "modreaktion" ved, at forskellen mellem de to beregninger minimeres som følge af, at renteomkostningen, som udgør forskellen, vil blive erstattet med afskrivninger. Det vil betyde, at det genererede cash flow vil minimeres, hvilket vil "forringe" værdien af aktien. Dog vil den rentebærende gæld stige ligeledes som følge heraf, hvilket medfører, at der vil blive beregnet en lavere WACC på grund af ændringen i kapitalstrukturen, hvor gældsandelen vil udgøre en større andel men med et lavere afkastkrav. Dette har en positiv effekt, ved at det påvirker diskonteringsrenten, hvilket øger nutidsværdien af de fremtidige cash flows. Det er vores vurdering, at effekten af disse ændringer vil være minimale, hvorfor dette ikke vil ændre på vores resultat af de nuværende beregninger og at et tilsvarende resultat vil opstå.

I relation til afhandlingens problemformulering og dens underspørgsmål at belyse, hvilken betydning som IFRS 16 har for en analytiker, er det klart, at sensitiviteten i de to nøgletal er afgørende for deres vurdering af, hvorvidt en aktie er over-/ undervurderet, hvilket betyder at det har en direkte konsekvens for deres anbefaling. Dette betyder, at det skøn analytikeren foretager, på baggrund af DCF-modellen og dens inputs bliver påvirket af en endnu større usikkerhed, da effekten som vist i vores beregning på visse inputs bliver ekstremt sensitive og derved mere risikofyldte. Derved kan det overvejes, hvordan en analytiker vil forholde sig til denne problematik, samt hvordan vedkommende kan eliminere denne. Dette er nogle af de overvejelser, som kapitel 13 vil belyse.

13 Opfylder IFRS 16 sit oprindelige formål

Dette kapitel vil kort redegøre for baggrunden for IFRS 16 og formålet med denne, og om standarden vil give den ønskede effekt.

13.1 Baggrunden for IFRS 16

IFRS 16 er skabt af IASB og FASB med det formål at mindske off-balance posterne, som selskaberne har igennem operationelle leasingaftaler, der ikke bliver indregnet på balancerne. De indledende undersøgelser viste i 2014, at der for en stikprøve på over tusinde børsnoterede selskaber fra hele verden, der rapporterede efter enten US GAAP eller IFRS, havde oplyst samlet over USD 3 trillioner i operationelle leasingforpligtigelser. Dette skabte bekymringer om manglende indsigt i selskabernes informationsniveau vedrørende de operationelle leasingforpligtigelser. En bekymring som IASB, SEC, investorer, analytikere og andre interessenter ligeledes gav udtryk for. Derfor begyndte processen og arbejdet omkring en opdateret, ensartet og mere tidssvarende regnskabsstandard på tværs af landene som skulle give denne gennemsigtighed. (IFRS Foundation, 2016: 3)

Henrik Gustavsen supplerer med, at leje- og leasingforpligtigelse noten ofte for selskaber har vist et billede af minimumsforpligtigelsen og derfor ikke taget højde for optioner og andre forhold. Informationsværdien har ikke altid formået, at afspejle de sande forpligtigelser og derved afspejle den reelle forpligtigelse. Henrik giver et eksempel på, at et børsnoteret selskab oplyste, at de har fundet over tusinde leasingkontrakter, der ikke var medtaget i deres opgørelse af leje- og leasingforpligtigelserne, da de foretog deres indledende analyser omkring, hvordan IFRS 16 ville påvirke dem. (Henrik Bilag 6-1, 2017: 16:40)

Jacob Pedersen fortæller, at de ved deres vurdering og anbefalinger på baggrund af leasingnoten korrigerer og selv foretager en beregning/korrektion af disse forpligtigelser. (Bilag 6-3, 2017: 9:21)

Resultatet af det arbejde som IASB og FASB har lagt i IFRS 16 og forventningerne hertil er, at analytikere, banker og investorer skal have et detaljeret indblik selskabernes finansielle position og reelle billede af de forpligtigelser, der påhviler dem. Dette er uden, at interessenten skal foretage sine egne reguleringer og mindske brugen af skøn for at få sammenlignelige grundlag på tværs af selskaberne.

13.2 Kritik af IFRS 16

Som det indikeres af, at arbejdet med IFRS 16 begyndte tilbage i 2005 har denne regnskabsstandard været længe undervejs. Den er blevet mødt af en enorm interesse, bevågenhed, kritik og modstand, hvilket har været medvirkende til, at processen har trukket ud.

IASB beskriver således, at det første udkast til standarden udkom i 2010 og et redigeret udkast kom i 2013. Der er modtaget over 1.700 kommentarbreve fra forskellige interessenter. Der er afholdt

hundredvis af møder med banker, investorer, leasingtager og –giver og analytikere. Alle inputs er behandlet og taget stilling til, hvorfor der i januar 2016 kunne udsendes den endelige standard. (IFRS Foundation, 2016: 6)

Til trods for det lange forløb er der fortsat stor interesse, kritik og diskussion af standarden.

De fleste af bekymringer går på, hvordan selskabernes solidaritet påvirkes, særligt indenfor visse brancher, der i højere grad bliver ”hårdere påvirket”. Dertil kommer den store administrative byrde, som bliver pålagt selskaberne i form af processer og systemer skal tilpasses denne standard. Derfor skal selskaberne allerede nu overveje de strategiske, forretningsmæssige og økonomiske konsekvenser i forbindelse med valget omkring at lease eller erhverve aktiver fremadrettet. (Ernst & Young, 2017)

IASB forholder sig meget til kritikken omkring indregning af leasingforpligtigelserne, hvor deres primære svar hertil har været, at der er intet ændret, og det er fortsat de samme selskaber. Dette skal forstås på den måde, at der ikke kommer nogle ”nye” forpligtigelser til, de eksisterende off-balance poster, der skal indregnes og ikke længere blot oplyses i en note. Hvilket vil betyde, at selskabernes nøgletal, såsom solidaritet nu afspejler det reelle billede af selskabets finansielle position. Standarden medfører derfor kun at analytikerne og interessenterne ikke længere selv skal foretage disse reguleringer til balancen, og derigennem sker en mere ensartet tilgang på samme grundlag. (Kabureck, 2017)

Kabureck's pointe er, at virksomhederne, der har meget operationelleasing nyder godt af den fleksibilitet, der er efter de nuværende regler. Hvor den begrænsede indsigt i noterne efter IAS 17, og den usikkerhed det medfører går til deres fordel, hvorfor de ikke er begejstret for den nye standard. Kabureck er sikker på, at når selskaberne først har implementeret IFRS 16, vil interessenter tilpasse sig, da den nye standard vil have minimal indflydelse på selskaberne og deres forretningsgrundlag, samt at verden vil tilpasse sig uden problemer. (Kabureck, 2017)

IASB har udsendt en ”Effects Analysis” rapport, hvori de blandt andet forholder sig til kritikken til blandt andet den administrative byrde IFRS 16 medfører. Vi har omtalt den administrative byrde i kapitel 8, hvor vi forholder os til den administrative og de økonomiske omkostninger ved overgangen og implementeringen af IFRS 16.

13.3 Opfylder IFRS 16 dets formål

IFRS 16 vil i den grad sætte sit præg og medføre markante ændringer for en række selskaber, heriblandt DS Norden, der er anvendt som case virksomhed igennem afhandlingen. IFRS 16 vil uden tvivl påvirke regnskabsinteressenterne, den vil give et klarere billede af den finansielle position nu og i fremtiden. I interviewet med Henrik Gustavsen beskriver han, at der hidtil har været fokus på selve aktivet og retten til dette efter perioden har været afgørende for, om en leasingkontrakt skulle indregnes. Derved har det ikke vægtet ligeså højt, den fremtidige forpligtigelse som brugsretten har medført. (Henrik Bilag 6-1,

2017: 1:32) IFRS 16 vender dette billede på hovedet, og i stedet ser det som en forpligtigelse, der medfører en brugsret til et aktiv. Derved sidestilles en leasingaftale med et lån og opfylder også de samme indregningskriterier som et lån, hvorfor dette vil give et mere retvisende billede af selskabets forpligtigelser.

Det er klart, at der har været en trend i erhvervslivet om at "slanke" balancerne, hvilket blandt andet er sket igennem en masse "sale and leaseback" aftaler. Der er selvfølgelig et forretningsmæssigt element i disse aftaler, men det er også sikkert, at mange transaktioner er sket på baggrund af andre overvejelser. At slanke balancen og derved fremstå mindre anlægstung. Sale and leaseback transaktioner vil ikke længere give den samme værdi ud fra dette synspunkt, men det kan stadig give værdi forretningsmæssigt.

Den umiddelbare vurdering fra Jacob Pedersen var, at de ville overveje at regulere leasing ud af deres værdiansættelsesmodeller, hvis IFRS 16 gav for meget støj i forhold til at vurdere virksomheden. (Bilag 6-3, 2017: 11:42) Hvilket alt andet lige indikerer, at IFRS 16 ikke opfylder deres behov og skaber mere støj end gavn. Derved kan IFRS 16 ud fra formålet om at mindske investorernes reguleringer umiddelbart syntes at fejle, da der ikke er sammenlignelige grundlag.

At vurdere resultatet af IFRS 16 inden denne er implementeret er vanskeligt, og det eneste grundlag herfor er igennem scenariet den "perfekte verden". Forstået på den måde at IFRS 16 vil helt sikkert blive præciseret løbende, og selskaberne samt analytikere, investorer og andre interessenter skal finde sig til rette med standarden. Der er en stor kommunikationsopgave foran virksomhederne, som virkelig skal formå at ramme alle dens interessenter både internt og eksternt ved implementeringen, således at disse forstår, hvorledes IFRS 16 rammer dem. Hvis investorer i høj grad vil have nogle forventninger til det og forventer måske nærmere et 1:1 forhold mellem den operationelle leasingnote og hvad der indregnes på balancen, hvilket ikke nødvendigvis er det klare billede, hvilket vi har bevidst i kapitel 3.

Overordnet er vi af den samme opfattelse som Kabureck. Den modstand IFRS 16 modtager skal mere ses som en reaktion mod at bibeholde den frihed der er ved IAS 17 end en kritik af selve standarden. For det bør reelt ikke have en betydning for et selskab, om der ændres i regnskabspraksis omkring leasing. En ændret regnskabstandard bør være et udtryk for et ændret behov for interessenter og selskaber.

Reelt set ændres intet ved IFRS 16, hvis ellers bare selskaberne, analytikere og investorer har taget højde for alt efter IAS 17 i den perfekte verden.

14 Konklusion

IFRS 16 er opstået som følge af, at ISAB gerne vil til livs med off balance sheet poster, hvor leasingforpligtigelser udgør en stor del af disse. Hvor IAS 17 har fokus på hvilket ejerskab af aktivet leasingleasingtager har, så fokuserer IFRS 16 mere på den reelle forpligtigelse og brugsretten til aktivet, som selskaberne kontraktligt har forpligtet sig til, som lige nu ikke er optaget på balancen.

Igennem afhandlingen er DS Norden benyttet som case virksomhed, hvorfor vi på baggrund af den information, som er offentlig tilgængeligt har forsøgt, dels at opstille, hvilke konsekvenser implementeringen af IFRS 16 har for DS Norden, samt belyse hvorledes disse konsekvenser påvirker en analytiker, og hvordan de skal forholde sig til disse fremadrettet.

14.1 Hvilken betydning og effekt har IFRS 16 for DS Nordens balance og nøgletal?

Med udgangspunkt i DS Nordens årsrapport for 2016 og andre offentlige tilgængelige informationer har vi beregnet os frem til et right of use aktiv og tilhørende passiv, der ved første indregning er opgjort til USD 2.371 mio., hvilket svarer til en stigning på 182% af deres nuværende balance. Aktivets vil skulle vises særskilt som en ny anlægskategori og afskrives lineært over kontraktens længde. Leasingforpligtigelsen bliver amortiseret over kontraktens løbetid, hvor afdrag vil ske løbende. Leasingforpligtigelsen vil på balancen blive inddelt i henholdsvis en kort- og langfristet del. I resultatopgørelsen bliver driftsomkostningen for leasing splittet ud i henholdsvis et afskrivnings- og renteelement. Leasingforpligtigelsen bliver amortiseret over kontraktens levetid, hvorfor det vil betyde, at der vil være en højere renteomkostning i starten af kontraktperioden. Denne "mer" omkostning vil blive tilsvarende mindre i den anden halvdel af kontraktperioden. Derfor har IFRS 16 på kort sigt en negativ resultateffekt, der vil udlignes over tid. Vi har beregnet os frem til, at DS Norden vil have et underskud, der er USD 26 mio. større ved implementeringen.

Når der er tale om så store tal, der i den grad påvirker de omgivelser de bliver inkluderet i, er det naturligt, at ved opgørelsen af disse bliver der foretaget en række skøn, samt nogle generelle antagelser og forudsætninger, der alle i høj grad kan påvirke værdien af right of use aktivet. Dog er det vores vurdering, at denne situation vil være meget lig med den, som analytikere vil stå overfor fra januar 2019, da de ligeledes kun vil have offentligt tilgængelige informationer at foretage disse skøn ud fra.

De reguleringer standarden medfører har ligeledes en effekt i selskabets nøgletal. Her er det særligt EBITDA, EBIT, Total aktivsum og Rentebærende gæld, der bliver påvirket, og de er alle væsentlige drivers i beregningen af mange af nøgletallene, hvorfor IFRS 16 har en stor effekt herpå. Et vigtigt

nøgletal der påvirkes væsentligt i en negativ retning er selskabets solidaritetsgrad, da DS Norden optager rentebærende gæld for omkring to gange aktivsummen. Derudover bliver både ROIC og ROE væsentligt forbedret som følge af, at finansieringselementet ikke længere figurerer som en drifts-omkostning, og derved er indeholdt i EBIT og i resultat før skat, samt at der er tale om et right of use aktiv med en værdi på mere end USD 2 mia., hvilket skal afskrives over kontraktens levetid, som i dette tilfælde er otte år, hvorfor det naturligt vil have en enorm betydning.

Den dog mest overraskende opdagelse er, at ved beregningen af enterprise value, baseret på børskursen pr. 31.12.16, faldt værdien af DS Norden med hele USD 2.384 mio., fra tidligere at have været USD 4.508 mio. efter IAS 17. Hvilket har ledt til afhandlingens tredje undersøgelsesspørgsmål.

14.2 Hvordan påvirkes DS Nordens årsrapport, herunder oplysningskrav ved IFRS 16?

Kravet til informationsniveauet i IFRS 16 er væsentlig større end hidtil efter IAS 17, hvilket blandt andet betyder, at ud over de "visuelle" effekter i tallene på balancen og i resultatopgørelsen, så medfører standarden yderligere præsenterings- og oplysningskrav til selskaberne. Der kommer til at skulle foreligge en række antagelser og skøn, der er lagt til grund for opgørelsen af right of use aktivet, herunder diskonteringsrenter, optioner m.m., hvilket betyder, at denne byrde og manglende indsigt vil komme analytikerne til gode. Dette betyder, at det er nu selskaberne, der kommer med et informationsniveau, hvortil analytikerne nu kan forholde sig kritisk hertil og selv foretager justeringer ved uenighed, hvilket naturligvis vil adskille de gode analytikere fra de mindre gode, da de vil forstå sammenhængen og tør udfordre disse.

Analytikerne har igennem vores indsamling af empiri understreget nødvendigheden af sammenlignelighed for at kunne forholde sig til den nye regnskabsstandard i praksis. For at analytikere skal kunne foretage en vurdering af selskabets performance og dens finansielle situation, hvoraf de kan udarbejde deres anbefalinger eller foretage investeringer. Derfor er analytikerne klare i mælet omkring, at de har en forventning om, at selskaberne vil anvende den tilbagevirkende overgangsmetode ved implementeringen af IFRS 16, hvilket betyder, at selskaberne vil skulle "restate" de historiske regnskaber for således at ændre sammenligningstallene i årsrapporten.

Vores analyse viser dog, at der er en klar modsættende holdning hos selskaberne, hvor de særligt i shippingbranchen vil anvende den letteste overgangsmetode i praksis. Dette er den tilbagevirkende overgangsmetode med akkumuleret effekt, hvilket betyder, at sammenligningstallene ikke vil blive ændret og tidligere års effekter vil blive medtaget i implementeringsåret. Dette vil være den klart mindst omfangsrige overgangsmetode for selskaberne samt den billigste, da selskaberne ikke skal til at restate

deres årsrapporter tilbage i tid. Derfor vil selskaberne stå med en informationsbyrde for at kunne tilfredsstille regnskabsinteressenterne og i særdeleshed analytikere.

14.3 Hvordan vil analytikeres værdiansættelse af DS Norden blive påvirket af IFRS 16?

Med udspring af afhandlingens første undersøgelsesspørgsmål var faldet i enterprise value en drivkraft for at undersøge, hvorledes en ændring i en regnskabsstandard kan have så stor betydning for værdien.

Igennem interview af chefanalytikeren hos Sydbank fik vi indblik i, hvorledes analytikere og investorer fastlægger værdien af et selskab, hvorpå de baserer deres anbefalinger og investeringspolitikker. I Sydbank og branchen generelt, anvendes den tilbagediskonterede cash flow model til fastlæggelse af værdien.

Udgangspunktet hos analytikerne er, at IFRS 16 ikke vil medføre ændringer i selskabets fremtidige cash flow og vil derfor ikke ændre på værdien af selskabet. Derfor vil IFRS 16 ikke have nogen indflydelse i modellen, da den beregner værdien ud fra det frie cash flow, hvorfor analytikere er af den klare opfattelse, at IFRS 16 ikke vil have en betydning i denne forbindelse.

Der er foretaget to beregninger af værdien af DS Norden efter den tilbagediskonterede cash flow model, hvor den ene beregning blev opgjort med udgangspunkt i balancer og resultatopgørelser efter IAS 17 og den anden er efter IFRS 16. Alle forudsætninger er identiske, og kun leasingelementet er blevet behandlet anderledes i beregningen samt de afledte effekter på en række inputs i modellen. Ud fra beregningen kan det konstateres, at to forskellige værdier af selskabet er blevet beregnet, og der er en stor forskel heri. Ved første øjekast kan dette se ud som om, at der var sket en fejl i beregningen, men følsomhedsanalysen viser, at inputs i DS Nordens tilfælde er blevet ekstremt sensitive, hvilket betyder, at hvis disse ikke afspejler den reelle værdi, så medfører dette store udsving i værdien af DS Norden, og særligt renten på fremmedkapitalen gav voldsomme udslag. Dette skyldes, at ved at indregne en forpligtigelse på 188% af den eksisterende balancesum, så vil det gøre renten på fremmedkapitalen til et særligt sensitiv nøgletal.

Derfor kan det konkluderes, at regnskabsændringen ikke påvirker den tilbagediskonterede cash flow model, men forårsager at vise inputs bliver ekstremt sensitive. Derved er det essentielt, at analytikere har dette for øje, da analysen kan blive mere risikobetonet ved implementeringen af IFRS 16.

14.4 I hvilken grad opfylder IFRS 16 sit formål og overstiger nytteværdien omkostningen?

Det er vanskelig allerede nu at drage konklusioner om, hvorvidt IFRS 16 opfylder dens formål inden standarden er implementeret. Afhandlingen har dog vist, at der er flere punkter, hvor der allerede kan drages konklusioner.

IFRS 16 kommer til at have en stor effekt på selskabernes balance i form af et right of use aktiv med en tilhørende forpligtigelse. Formålet med standarden var at fjerne off balance sheet poster, hvilket må siges, at standarden i hvert fald formår i DS Nordens tilfælde. Tilføjelsen af right of use aktivet betyder, at selskabets reelle balance afspejler den omsætning, som de har. IFRS 16 medfører desuden, at finansieringselementet fremadrettet bliver holdt ude af EBITDA, hvilket gør denne mere sammenligneligt med konkurrenter, da de vil blive målt op det faktiske, hvorfor det ikke længere vil være en skønssag.

IFRS 16 betyder endvidere, at der i forhold til de nuværende regler efter IAS 17 vil ske et "mindre" overload af informationer, som vil øge regnskabsbrugers værdi og være til gavn for dem. Dette vil hjælpe regnskabsbruger til at træffe beslutninger på baggrund af mere fuldstændig information end tidligere. Dette vil ligeledes øge gennemsigtigheden for vise brancher, herunder shippingbranchen. Den øgede gennemsigtighed vil give mulighed for, at analytikere kan sammenligne på tværs af brancher og selskaber. Men først og fremmest vil den øgede indsigt muliggøre bedre sammenlignelighed med konkurrenter hvor selskabet har valgt en anden forretningsmæssige strategi, hvorfor afhandlingen har vist, at sammenligneligheden mellem DS Norden og TORM øges ved implementeringen af IFRS 16.

Ved IFRS 16 følger der en administrativ byrde ved implementeringen af IFRS 16, hvor store koncerner i særdeleshed har en stor opgave foran sig. Der skal bruges mange menneskelige ressourcer på at rydde op, ensrette forretningsgange og skabe et overblik af hele koncernens leasingaftaler. Komplexiteten af disse kan tvinge selskaber ud i dyre løsninger som at hyre konsulenter ind for at kunne takle opgaven.

Samlet set vil nytteværdien være høj ved implementeringen for analytikere, der ud over at få et dybere indblik i selskaberne ved det øgede informationskrav og selskabernes strategiske overvejelser i forhold til leasing. Det er klart, at hvis et selskab kun har en kopimaskine til 50 tusinde, der afskrives over fem år og udgør derudover en brøkdel af en balancesum på en milliard, så vil nytteværdien ikke være værd at skrive om. Hvorimod i DS Nordens tilfælde hvor hele deres forretningsgrundlag og kerneydelse sker igennem operationelle leasingkontrakter, hvor minimumsforpligtigelsen bliver gemt væk i en note bagest i regnskabet, vil nytteværdien være enorm og vil give analytikere en langt større indsigt i en lukket branche.

15 Perspektivering

Igennem afhandlingen har vi påvist, hvordan IFRS 16 påvirker de selskaber, som aflægger årsrapport efter de internationale regnskabsstandarder og særligt, hvilken betydning det har ud fra en analytikers vinkel. Perspektiveringen vil have fokus på, hvordan afhandlingens emne og dets konklusioner kan have indflydelse på Årsregnskabsloven og i givet fald hvilken betydning dette ville have.

Særligt i forhold til den Danske årsregnskabslov er, at der for regnskabsklasse B ikke er krav til indregning af finansielle leasingkontrakter på balancen, hvis ikke dette har betydning for årsregnskabet retvisende billede, jf. årsregnskabsloven §33. Dette giver en interessant problemstilling fremadrettet, for hvordan vil Erhvervsstyrelsen forholde sig til leasing fremadrettet.

Undtagelsen for at indregne finansielle leasingkontrakter er udformet således, at disse ikke skal indregnes på balancen, medmindre at en manglende indregning ikke længere giver et retvisende billede. Derfor ved IFRS 16 har IASB og FASB derved konstateret, at de ikke længere anser en årsrapport for værende retvisende, hvis ikke finansielle- og operationelle leasingforpligtigelser er indregnet på balancen.

Derfor er det interessant at se, hvordan Erhvervsstyrelsen vil gribe den nye internationale regnskabsstandard an, og i hvilket omfang den nye standard vil påvirke Årsregnskabsloven. Særligt interessant at se vedrørende regnskabsklasse B, om der vil ske store ændringer, som alle leasingkontrakter på balancen, eller den nuværende forståelse og fortolkning vil forsætte. For regnskabsklasse C vil det alt andet lige forventes, at der vil ske ændringer som følge heraf, hvilket skyldes, at efter de nuværende regler jf. i Årsregnskabslovens §83a skal der ske indregning af finansielle leasingkontrakter. Yderligere er regnskabsvejledning 14 udsprunget fra de nuværende regler i IAS 17. En af årsagerne til at årsregnskabsloven differerer sig fra de internationale regnskabsregler er, at man i Danmark ønsker at begrænse den administrative byrde for mindre selskaber, hvilket over de seneste år har bevirket en ny revisionserklæring om udvidet gennemgang, som ikke er lige så tung en omkostning for mindre selskaber. Ved siden af dette er der kommet en ny årsregnskabslov og tilhørende regnskabsvejledning for 2016, hvor kriterierne for hvilken regnskabsklasse selskaberne tilhører blev reguleret, således at flere selskaber har mulighed for at anvende regnskabsklasse B. Disse tiltag taler for, at IFRS 16 ikke vil ændre vilkårene for den regnskabsklasse. Da vi som i kapitel 8 påviste, at den økonomiske og administrative byrde vil være stor ved implementeringen af standarden for visse selskaber.

Det kan derimod diskuteres, om regnskabsbrugerne af regnskaber efter regnskabsklasse B ikke vil være interesseret i denne viden omkring selskabets leasingforpligtigelser. Det kunne tænkes, at en bank eller andre långivere ville finde denne information meget værdifuld i forbindelse med udlån.

Ved siden af dette så må det forventes, at i disse selskaber er en begrænset mængde af leasingaftaler, som overstiger bagatelgrænserne, hvorfor der er tale om meget få leasingkontrakter, der skal indregnes på balancen. Det kan suppleres med, at det må forventes, at kompleksiteten af disse kontrakter ikke bør være høj, hvorfor det formentlig kan håndteres i et Excel ark, og implementeringsomkostningerne derved ikke vil være de største ligesom den administrative del af vedligeholdelsen af informationerne. Alt i alt taler dette for, at leasing vil skulle indregnes på balancerne i alle regnskabsklasser.

16 Litteraturliste

- Andersen, I. (2013). *Den skinbarlige virkelighed: Vidensproduktion i samfundsvidenskaberne, 5. udgave*. Frederiksberg: Samfundslitteratur.
- Danmarks Statistik. (31. December 2016). *Danmarks Statistik*. Hentet 2. Oktober 2017 fra Statisk database: <http://www.statistikbanken.dk/statbank55/SelectVarVal/saveselections.asp>
- Deloitte publikation. (2013). *Introduktion til de internationale regnskabsstandarder – IFRS*. København: Deloitte.
- Deloitte publikation. (2016). *IFRS / Oversigt over nye og ændrede standarder og fortolkningsbidrag 2016 eller senere*. København: Deloitte.
- Den Store Danske. (04. December 2017). Hentet fra http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/%C3%98konomi/Realkredit_mv./amortisation
- DS Norden. (2016). *Årsrapport 2016*. Hellerup: DS Norden.
- EFRAG. (04. December 2017). *FSR*. Hentet fra www.fsr.dk: http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Internationalt/EFRAG/EFRAG%20har%20udarbejdet%20en%20analyse%20af%20den%20nye%20leasingstandard%20IFRS%2016
- Ernst & Young. (08. December 2017). *EY.dk*. Hentet fra Ernst & Young Global Limited: <http://www.ey.dk/dk/da/newsroom/news-releases/ey-pm-20160113-milliardgaeld-flytter-til-virksomhedernes-balancer>
- Ernst & Young P/S. (2017). *Indsigt i årsregnskabsloven - EY's praktiske guide til forståelse af loven 4. udgave 2017/18*. Frederiksberg: Ernst & Young.
- Financial Times. (3. Oktober 2017). *Equities - Dampskibsselskabet Norden A/S (DNORD:CPH)*. Hentet 3. Oktober 2017 fra markets.ft.com: <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/financials?s=DNORD:CPH>
- Finansforeningen. (2015). *Anbefalinger & Nøgletal 2015*. København: Finansforeningen.
- FSR. (04. December 2017). *FSR*. Hentet fra www.fsr.dk: http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Standarder%20og%20vejledninger/Standarder_faglig%20viden/Ny%20regnskabsstandard%20om%20leasing%20er%20udsendt
- IASB. (1997). *International Accounting Standards 17 Leases (IAS 17)*. London: IASB.
- IASB. (2010). *International Financial Reporting Standard 7 Financial Instruments (IFRS 7)*. London: IASB.
- IASB. (2016). *International Financial Reporting Standard 16 Leases (IFRS 16)*. London: IASB.
- IFRS. (2017). *Effects Analysis - IFRS 16 Leases*. London, United Kingdom: IFRS.

IFRS Foundation. (2016). *Project Summary and Feedback Statement - IFRS 16 Leases*. London, United Kingdom: IFRS.

Kabureck, G. (09. December 2017). *IFRS.org*. Hentet fra IFRS: <http://www.ifrs.org/news-and-events/2016/01/gary-kabureck-article-little-to-fear-in-new-world-of-lease-accounting/>

Kvale, S., & Brinkmann, S. (2015). *Interview – Det kvalitative forskningsinterview som håndværk*, 3. udgave. København: Hans Reitzels Forlag.

Petersen, C., & Plenborg, T. (2005). *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*. København: Thomson.

PwC. (2016). *Regnskabshåndbogen 2017*. Hellerup: PwC.

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

TORM Plc. (2016). *Finansiel Statement 2016*. London: TORM Plc.

Wikipedia. (10. December 2017). *Wikipedia*. Hentet fra Wikipedia: [https://en.wikipedia.org/wiki/Chartering_\(shipping\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Chartering_(shipping))

17 Figuroversigt

Figur 3-1 Regnskabsmæssig værdi af aktiv og forpligtigelse	23
Figur 3-2 IFRS 16 ændringer på regnskabspost niveau – resultatopgørelsen	23
Figur 3-3 IFRS 16 ændringer på regnskabspost niveau – balancen.....	24
Figur 5-1 Oversigt af leasing perioder	33
Figur 5-2 Udvikling i timecharter rates	37
Figur 5-3 Average timecharter rates per year	37
Figur 5-4 Oversigt af peer groups effektive rente	39
Figur 5-5 Formel for beregning af nitidsværdi	40
Figur 5-6 Følsomhedsanalyse af leasing forpligtelse ved valg af optioner	41
Figur 5-7 Følsomhedsanalyse af ændring i timecharter rates	42
Figur 5-8 Følsomhedsanalyse af ændring i intern rente.....	43
Figur 5-9 Bevægelser ved tabsgivende kontrakter.....	44
Figur 6-1 Noten for finansielle omkostninger.....	49
Figur 6-2 Noten for anlægsaktiver	50
Figur 6-3 Anlægsnote efter implementering af IFRS 16	51
Figur 6-4 Noten for den langfristede del af gældsforpligtigelsen	52
Figur 6-5 Langfristede gæld IFRS 16.....	53
Figur 7-1 Reguleret regnskab – resultatopgørelsen	56
Figur 7-2 Reguleret regnskab – aktiverne	57
Figur 7-3 Reguleret regnskab – passiver	58
Figur 7-4 Hoved- og nøgletal	58
Figur 7-5 Nøgletal for pengestrømme	59
Figur 7-6 Kurs- og regnskabsrelateret nøgletal	60
Figur 7-7 Øvrige nøgletal	60
Figur 7-8 Hoved- og nøgletal, sammenholdelse	65
Figur 7-9 Sammenholdelse af pengestrømme	69
Figur 7-10 Sammenholdelse af kurs- og regnskabsreleteret nøgletal	69
Figur 7-11 Sammenholdelse af anbefalet nøgletal	71
Figur 9-10 Overordnet struktur ved værdiansættelse.....	79
Figur 10-1 Vækstrater fordelt i budgetperioden	82
Figur 10-2 Oversigt over driftsomkostninger i budget- og terminalperioden	87
Figur 10-3 Oversigt over afskrivninger i budget- og terminalperioden.....	88
Figur 10-4 Korrektioner til IAS 17	89

Figur 10-5 Korrektioner til IFRS 16.....	89
Figur 10-6 Ændring i cash flow	89
Figur 11-1 Følsomhedsanalyse - Kapitalstruktur	97
Figur 11-2 Diskonteringsfaktor.....	98
Figur 11-3 Oversigt over nutidsværdi af cash flow efter IAS 17 og IFRS 16	99
Figur 11-4 Oversigt over cash flow i terminalperioden	100
Figur 11-5 Værdiansættelse - IAS 17	101
Figur 11-6 Værdiansættelse - IFRS 16.....	101
Figur 12-1 Følsomhedsanalyse - Cash flow.....	104
Figur 12-2 Følsomhedsanalyse - WACC - IAS 17 og IFRS 16.....	105
Figur 12-3 Følsomhedsanalyse - WACC - IAS 17 og IFRS 16.....	106
Figur 12-4 Følsomhedsanalyse - Rentesats på fremmedkapital	107
Figur 12-5 Følsomhedsanalyse - Rentesats på fremmedkapital	107

18 Bilag

Nedenfor er Bilagsoversigten indsat og bilag er vedlagt særskilt.

Bilag 1 - Operationel leasing note fra DS Nordens regnskab

Bilag 2 - Flådeliste DS Norden

Bilag 3 - Beregning af right of use aktivet og leasingforpligtigelsen

Bilag 4 - Reformuleret balance m.m.

Bilag 5 - Værdiansættelsesmodellen og inputs

Bilag 6 – Interviews



IFRS 16-LEASES

Deepdive into the new accounting standard from a practical view and example of the upcoming challenges companies and investors are facing

Bilag



Kandidatafhandling

IFRS 16 – Leasing

Indsigt i den nye standard og eksempel på praktiske problemstillinger for virksomheden og dens investorer

IFRS 16 – Leases

Deepdive into the new accounting standard from a practical view and example of the upcoming challenges companies and investors are facing

Cand.Merc.Aud

Copenhagen Business School

01. marts 2018

Skrevet af:

Anders Lund

Lasse René Sørensen



Antal sider i alt: 23

Vejleder: Michael E. Jacobsen



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Bilagsoversigt

Bilag 1 - Operationel leasing note fra DS Nordens regnskab	1
Bilag 2 - Flådeliste DS Norden.....	2
Bilag 3 - Beregning af right of use aktivet og forpligtigelsen	8
Bilag 4 - Reformuleret balance m.m.	15
Bilag 5 - Værdiansættelsesmodellen og inputs.....	21
Bilag 6 – Interview	23

Bilag 1 - Operationel leasing note fra DS Nordens regnskab

26 Operationelle leasingforpligtelser

Regnskabspraksis

Aftaler om indbefragtning af skibe og andre materielle aktiver, hvor alle væsentlige risici og fordele forbundet med ejendomsretten er overført til koncernen (finansiel leasing), indregnes i opgørelsen af den finansielle stilling. Øvrige indbefragtningsaftaler vedrørende skibe og øvrige leasingkontrakter betragtes som operationel leasing. Ydelser i forbindelse med operationel leasing indregnes lineært i resultatopgørelsen over leasingperioden.

Regnskabsmæssige valg og skøn

Ledelsens vurderinger af, hvorvidt lejeaftaler vedrørende skibe regnskabsmæssigt skal klassificeres som finansiel eller operationel leasing, baseres på en helhedsvurdering af hver enkelt leasingaftale. Ved finansiel leasing indregnes et langfristet aktiv og en gældsforpligtelse. Ved klassifikation som operationel leasing indregnes som udgangspunkt de løbende lejebetalinger i resultatopgørelsen.

26 Operationelle leasingforpligtelser – fortsat

	2016			2015		
	Tørlast	Tank	I alt	Tørlast	Tank	I alt
Inden for 1 år	249.024	69.901	318.925	249.550	93.367	342.917
Mellem 1-5 år	590.656	158.702	749.358	645.179	177.675	822.854
Efter 5 år	164.148	15.192	179.340	272.422	39.800	312.222
I alt	1.003.828	243.795	1.247.623	1.167.151	310.842	1.477.993
- heraf hensat 2014*	76.948	0	76.948	149.695	0	149.695
- heraf hensat 2015*	98.346	0	98.346	144.973	0	144.973
I alt	828.534	243.795	1.072.329	872.483	310.842	1.183.325

* Hensættelse på tabsgivende timecharter-kontrakter. Der henvises til note 23.

Regnskabskommentarer

Leasingaftalerne er oprindelig indgået med en uopsigelig leasingperiode fra begge parter side på op til 8 år. Visse leasingaftaler giver mulighed for forlængelse i yderligere 1 år ad gangen i op til 3 år. Leasingaftalerne kan endvidere indeholde købsoptioner, der typisk kan udnyttes efter udløbet af det 3. år til og med udløbet af forlængelsesperioden. Udnyttelsen af købsoptionen for det enkelte skib er baseret på en konkret vurdering. Ingen af leasingaftalerne indeholder betingede leasingydelser.

For oplysninger om skibsdage fordelt på år henvises til kapacitetsafdækningen i ledelsens beretning. For oplysninger om Rederiets certepartier med købsoption henvises til afsnittet "Asset Management".

Leasingforpligtelsen er ikke udtryk for nettoeksponeringen for koncernen, da forpligtelserne afdækkes løbende i henhold til koncernens politik for risikostyring.

Operationel leasingydelse i form af charterhyre inkl. dagpenge indregnet i resultatopgørelsen fremgår af note 3.

I ovenstående indgår NORDENS forventede andel af fælleskontrollerede operationelle leasingforpligtelser. Der henvises til note 13.

Kilde: DS Norden's Årsrapport 2016, note 26.

Bilag 2 - Flådeliste DS Norden

Vessels in Operation	Division	Vessel type	Name	DWT	Year built	Share of earnings (Pct)
Owned vessels	Bulk	HANDYSIZE	NORD SHANGHAI	36746	2012	100%
Owned vessels	Bulk	HANDYSIZE	NORD SEOUL	36781	2010	100%
Owned vessels	Bulk	HANDYSIZE	NORD MUMBAI	36612	2012	100%
Owned vessels	Bulk	HANDYSIZE	NORD BARCELONA	36781	2011	100%
Owned vessels	Bulk	HANDYSIZE	NORD MONTREAL	37000	2012	100%
Owned vessels	Bulk	HANDYSIZE	NORD AUCKLAND	36782	2011	100%
Owned vessels	Bulk	HANDYSIZE	NORD ROTTERDAM	36781	2011	100%
Owned vessels	Bulk	HANDYSIZE	NORD QUEBEC	36546	2013	100%
Owned vessels	Bulk	PANAMAX	NORD NEPTUNE	75726	2006	100%
Owned vessels	Bulk	PANAMAX	NORD PENGUIN	81841	2014	50%
Owned vessels	Bulk	PANAMAX	NORD BELUGA	81841	2015	50%
Owned vessels	Bulk	PANAMAX	NORDPOL	77229	2002	100%
Owned vessels	Bulk	PANAMAX	NORDKAP	77229	2002	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	NORD MARU	55745	2006	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	NORD PEAK	61649	2011	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	NORD FUJI	55628	2011	50%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	NORD SUMMIT	61649	2012	50%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	NORD EXPRESS	58785	2007	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	NORD EVEREST	60436	2016	50%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	NORD MANATEE	57982	2010	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD HIGHLANDER	37145	2007	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD HUMMOCK	37159	2007	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD GERANIUM	39992	2014	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD GARDENIA	39992	2014	100%

Bilag 2 - Flådeliste DS Norden (forsat)

Vessels in Operation	Division	Vessel type	Name	DWT	Year built	Share of earnings (Pct)
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD FARER	40083	2005	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD SWAN	38555	2009	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD BUTTERFLY	38555	2008	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD BELL	38555	2007	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD NIGHTINGALE	38555	2008	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD SNOW QUEEN	38555	2008	100%
Owned vessels	Tank	HANDYSIZE T	NORD PRINCESS	38555	2006	100%
Owned vessels	Tank	MR	NORD GOODWILL	50500	2009	100%
Owned vessels	Tank	MR	NORD SWIFT	49600	2014	100%
Owned vessels	Tank	MR	NORD GAINER	50500	2011	100%
Owned vessels	Tank	MR	JAMES COOK	49999	2013	100%
Owned vessels	Tank	MR	NORD STEADY	49600	2013	100%
Owned vessels	Tank	MR	NORD GUARDIAN	50420	2011	100%
Owned vessels	Tank	MR	NORD SUPREME	49600	2014	100%
Owned vessels	Tank	MR	NORD SUSTAINABLE	49600	2015	100%
Owned vessels	Tank	MR	NORD SUPERIOR	49600	2014	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	CAPE SIZE	NORD STEEL	180230	2007	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	POSTPANAMAX	NORD VELA	119504	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	POSTPANAMAX	NORD HERCULES/PPMX	110944	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	POSTPANAMAX	NORD CETUS	119473	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	POSTPANAMAX	NORD CASSIOPEIA	110925	2012	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	EIRINI P	76466	2004	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD HYDRA	77134	2014	50%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD SIRIUS	78095	2012	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	BLESSED LUCK	76704	2004	100%

Bilag 2 - Flådeliste DS Norden (forsat)

Vessels in Operation	Division	Vessel type	Name	DWT	Year built	Share of earnings (Pct)
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD POLLUX	81389	2016	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD CRUX	81500	2016	50%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD LIBRA	77134	2014	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD PLUTO	81944	2014	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD CAPELLA	81944	2014	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD VENUS	80655	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD DRACO	84694	2014	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD POLARIS	81791	2016	50%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	JAG AARATI	80323	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	CORAL EMERALD	75632	2007	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD VENTURE	82211	2009	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD SATURN	77288	2012	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD GALAXY	76629	2006	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD TITAN	77095	2014	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD TAURUS	80940	2017	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD SUN	82146	2013	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD CREST	61654	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD TREASURE	55884	2014	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD ANGEL	55696	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	CLOVER	61377	2013	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	TC GOLD	58096	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	TRANS OCEANIC	58168	2012	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD GLORY	55657	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD VOYAGER	55625	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD EXPLORER	58750	2009	100%

Bilag 2 - Flådeliste DS Norden (forsat)

Vessels in Operation	Division	Vessel type	Name	DWT	Year built	Share of earnings (Pct)
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD OCEAN	55623	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD POTOMAC	63000	2016	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD MISSOURI	60099	2015	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD BOSPORUS	60200	2016	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD SEAL	57631	2016	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD MISSISSIPPI	60456	2015	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	AMSTEL FALCON	56108	2013	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	AMSTEL EAGLE	56108	2014	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD BERING	61000	2015	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD TRAVELLER	55596	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD EMPEROR	55692	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD CHESAPEAKE	60000	2016	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	HANDYSIZE	NORD TAIPEI	33142	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	HANDYSIZE	NORD SAVANNAH	37067	2013	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	HANDYSIZE	NORD SETOUCHI	28204	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	HANDYSIZE	NORD IZUMO	33193	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	HANDYSIZE	NORD COPENHAGEN	33175	2012	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	HANDYSIZE	NORD SYDNEY	32353	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	HANDYSIZE	NORD MELBOURNE	32417	2011	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	HANDYSIZE	NORD NANAMI	38204	2012	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	HANDYSIZE	NORD HAKATA	28342	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	NORD INSPIRATION	47987	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	UNIQUE DEVELOPER	47366	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	NORD SAKURA	45953	2012	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	UNIQUE GUARDIAN	50378	2003	100%

Bilag 2 - Flådeliste DS Norden (forsat)

Vessels in Operation	Division	Vessel type	Name	DWT	Year built	Share of earnings (Pct)
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	NEW BREEZE	48064	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	NORD IMAGINATION	48006	2009	50%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	NORD INTEGRITY	48026	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	NORD INNOVATION	47981	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	BRIGHT FORTUNE	48008	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	UNIQUE INFINITY	50378	2003	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	NORD VALIANT	49737	2016	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	NORD INDEPENDENCE	48005	2010	50%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	NORD INTELLIGENCE	47975	2010	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	ORIENT STAR	45994	2010	100%
Owned vessels	Bulk	PANAMAX	OSHIMA82_15211	81370	2017	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	OSHIMA60_15208	59500	2017	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	OSHIMA60_15210	59500	2018	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	OSHIMA62_16835	62000	2018	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	OSHIMA60_15207	59500	2018	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	OSHIMA60_15209	59500	2018	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	OSHIMA62_15212	62000	2019	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	OSHIMA62_16962	62000	2019	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	OSHIMA62_18355	62000	2020	100%
Owned vessels	Bulk	SUPRAMAX	OSHIMA62_17186	62000	2020	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	PANAMAX	NORD GEMINI	81600	2017	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD KITAN	60000	2017	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	MITSUI SKDY I	61000	2017	100%

Bilag 2 - Flådeliste DS Norden (forsat)

Vessels in Operation	Division	Vessel type	Name	DWT	Year built	Share of earnings (Pct)
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	MITSUI SKDY II	61000	2017	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	MITSUI TSUNEISHI I	63700	2017	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	MITSUI TSUNEISHI II	63700	2017	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	IMABARI63BC - 2019 (1)	63000	2019	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	IMABARI63BC - 2019 (2)	63000	2019	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Bulk	SUPRAMAX	NORD KANMON	60000	2016	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	JMU MR 2	49500	2018	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	JMU MR 1	49500	2017	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	ONOMICHI MR MARK-V 1	49800	2017	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	MR	ONOMICHI MR MARK-V 2	49800	2018	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	LR1	NORD LAVENDER	74500	2017	100%
TC core - duration ≥ 13 month	Tank	LR1	NORD LARKSPUR	74500	2017	100%

Kilde: DS Norden, flådeliste pr. 31.12.2016

<https://www.ds-norden.com/investor/reportspresentations/reportsandwebcasts/>

Bilag 3 - Beregning af right of use aktivet og forpligtigelsen

1. Fastlæggelse af de enkelte skibes leasingkontrakter samt værdierne af disse.

Name	Alder	Rest periode	Leasing- ydelse pr. dag	Leasingydelse pr. år	Leasing- forpligtigelse	DS Nordens andel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
UNIQUE GUARDIAN	13	3	25.892	9.450.580	28.351.740	28.351.740	9.450.580	9.450.580	9.450.580								
UNIQUE INFINITY	13	3	25.892	9.450.580	28.351.740	28.351.740	9.450.580	9.450.580	9.450.580								
EIRINI P	12	3	23.857	8.707.805	26.123.415	26.123.415	8.707.805	8.707.805	8.707.805								
BLESSED LUCK	12	3	23.857	8.707.805	26.123.415	26.123.415	8.707.805	8.707.805	8.707.805								
NORD GALAXY	10	3	23.857	8.707.805	26.123.415	26.123.415	8.707.805	8.707.805	8.707.805								
NORD STEEL	9	3	22.659	8.270.535	24.811.605	24.811.605	8.270.535	8.270.535	8.270.535								
CORAL EMERALD	9	3	23.857	8.707.805	26.123.415	26.123.415	8.707.805	8.707.805	8.707.805								
NORD VENTURE	7	5	48.618	17.745.570	88.727.850	88.727.850	17.745.570	17.745.570	17.745.570	17.745.570	17.745.570						
NORD EXPLORER	7	5	48.618	17.745.570	88.727.850	88.727.850	17.745.570	17.745.570	17.745.570	17.745.570	17.745.570						
NORD IMAGINATION	7	5	15.181	5.541.065	27.705.325	13.852.663	2.770.533	2.770.533	2.770.533	2.770.533	2.770.533						
NORD ANGEL	6	6	19.279	7.036.835	42.221.010	42.221.010	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835				7.036.835	
NORD GLORY	6	6	19.279	7.036.835	42.221.010	42.221.010	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835				7.036.835	
NORD VOYAGER	6	6	19.279	7.036.835	42.221.010	42.221.010	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835				7.036.835	
NORD EMPEROR	6	6	19.279	7.036.835	42.221.010	42.221.010	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835	7.036.835				7.036.835	
NORD IZUMO	6	6	16.427	5.995.855	35.975.130	35.975.130	5.995.855	5.995.855	5.995.855	5.995.855	5.995.855	5.995.855				5.995.855	
NORD HAKATA	6	6	16.427	5.995.855	35.975.130	35.975.130	5.995.855	5.995.855	5.995.855	5.995.855	5.995.855	5.995.855				5.995.855	
NORD INSPIRATION	6	6	13.169	4.806.685	28.840.110	28.840.110	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685				4.806.685	
UNIQUE DEVELOPER	6	6	13.169	4.806.685	28.840.110	28.840.110	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685				4.806.685	
NEW BREEZE	6	6	13.169	4.806.685	28.840.110	28.840.110	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685				4.806.685	
NORD INTEGRITY	6	6	13.169	4.806.685	28.840.110	28.840.110	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685				4.806.685	
NORD INNOVATION	6	6	13.169	4.806.685	28.840.110	28.840.110	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685				4.806.685	
BRIGHT FORTUNE	6	6	13.169	4.806.685	28.840.110	28.840.110	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685				4.806.685	
NORD INDEPENDENCE	6	6	13.169	4.806.685	28.840.110	14.420.055	2.403.343	2.403.343	2.403.343	2.403.343	2.403.343	2.403.343				2.403.343	
NORD INTELLIGENCE	6	6	13.169	4.806.685	28.840.110	28.840.110	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685				4.806.685	
ORIENT STAR	6	6	13.169	4.806.685	28.840.110	28.840.110	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685	4.806.685				4.806.685	
NORD VELA	5	7	22.485	8.207.025	57.449.175	57.449.175	8.207.025	8.207.025	8.207.025	8.207.025	8.207.025	8.207.025				8.207.025	
NORD HERCULES/PPMX	5	7	22.485	8.207.025	57.449.175	57.449.175	8.207.025	8.207.025	8.207.025	8.207.025	8.207.025	8.207.025				8.207.025	
NORD CETUS	5	7	22.485	8.207.025	57.449.175	57.449.175	8.207.025	8.207.025	8.207.025	8.207.025	8.207.025	8.207.025				8.207.025	
NORD VENUS	5	7	25.072	9.151.280	64.058.960	64.058.960	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280				9.151.280	
JAG AARATI	5	7	25.072	9.151.280	64.058.960	64.058.960	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280				9.151.280	
NORD CREST	5	7	25.072	9.151.280	64.058.960	64.058.960	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280				9.151.280	
TC GOLD	5	7	25.072	9.151.280	64.058.960	64.058.960	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280				9.151.280	
NORD OCEAN	5	7	25.072	9.151.280	64.058.960	64.058.960	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280				9.151.280	
NORD TRAVELLER	5	7	25.072	9.151.280	64.058.960	64.058.960	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280	9.151.280				9.151.280	
NORD TAIPEI	5	7	10.552	3.851.480	26.960.360	26.960.360	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480				3.851.480	
NORD SETOUCHI	5	7	10.552	3.851.480	26.960.360	26.960.360	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480				3.851.480	
NORD SYDNEY	5	7	10.552	3.851.480	26.960.360	26.960.360	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480				3.851.480	
NORD MELBOURNE	5	7	10.552	3.851.480	26.960.360	26.960.360	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480	3.851.480				3.851.480	
NORD CASSIOPEIA	4	6	13.950	5.091.750	30.550.500	30.550.500	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750				5.091.750	
NORD SIRIUS	4	6	13.950	5.091.750	30.550.500	30.550.500	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750				5.091.750	
NORD SATURN	4	6	13.950	5.091.750	30.550.500	30.550.500	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750				5.091.750	
TRANS OCEANIC	4	6	13.950	5.091.750	30.550.500	30.550.500	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750	5.091.750				5.091.750	
NORD COPENHAGEN	4	6	7.626	2.783.490	16.700.940	16.700.940	2.783.490	2.783.490	2.783.490	2.783.490	2.783.490	2.783.490				2.783.490	
NORD NANAMI	4	6	7.626	2.783.490	16.700.940	16.700.940	2.783.490	2.783.490	2.783.490	2.783.490	2.783.490	2.783.490				2.783.490	
NORD SAKURA	4	6	13.519	4.934.435	29.606.610	29.606.610	4.934.435	4.934.435	4.934.435	4.934.435	4.934.435	4.934.435				4.934.435	
NORD SUN	3	7	7.667	2.798.455	19.589.185	19.589.185	2.798.455	2.798.455	2.798.455	2.798.455	2.798.455	2.798.455				2.798.455	
CLOVER	3	7	7.667	2.798.455	19.589.185	19.589.185	2.798.455	2.798.455	2.798.455	2.798.455	2.798.455	2.798.455				2.798.455	
AMSTEL FALCON	3	7	7.667	2.798.455	19.589.185	19.589.185	2.798.455	2.798.455	2.798.455	2.798.455	2.798.455	2.798.455				2.798.455	
NORD SAVANNAH	3	7	8.179	2.985.335	20.897.345	20.897.345	2.985.335	2.985.335	2.985.335	2.985.335	2.985.335	2.985.335				2.985.335	

Bilag 3 - Beregning af right of use aktivet og forpligtigelsen (forsat)

Name	Alder	Rest periode	Leasing- ydelse pr. dag	Leasingydelse pr. år	Leasing- forpligtigelse	DS Nordens andel	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NORD HYDRA	2	9	9.519	3.474.435	31.269.915	15.634.958	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218		
NORD LIBRA	2	9	9.519	3.474.435	31.269.915	15.634.958	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218		
NORD PLUTO	2	9	9.519	3.474.435	31.269.915	15.634.958	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218		
NORD CAPELLA	2	9	9.519	3.474.435	31.269.915	15.634.958	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218		
NORD DRACO	2	9	9.519	3.474.435	31.269.915	15.634.958	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218		
NORD TITAN	2	9	9.519	3.474.435	31.269.915	15.634.958	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218		
NORD TREASURE	2	9	9.519	3.474.435	31.269.915	15.634.958	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218		
AMSTEL EAGLE	2	9	9.519	3.474.435	31.269.915	15.634.958	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218	1.737.218		
NORD MISSOURI	1	7	7.736	2.823.640	19.765.480	19.765.480	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640		
NORD MISSISSIPPI	1	7	7.736	2.823.640	19.765.480	19.765.480	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640		
NORD BERING	1	7	7.736	2.823.640	19.765.480	19.765.480	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640	2.823.640		
NORD POLLUX	0	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330		
NORD CRUX	0	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330		
NORD POLARIS	0	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330		
NORD POTOMAC	0	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330		
NORD BOSPORUS	0	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330		
NORD SEAL	0	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330		
NORD CHESAPEAKE	0	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330		
NORD VALIANT	0	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330		
NORD KANMON	0	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330		
NORD TAURUS	-1	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	
NORD GEMINI	-1	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	
NORD KITAN	-1	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	
MTSUI SKDY I	-1	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	
MTSUI SKDY II	-1	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	
MTSUI TSUNEISHI I	-1	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	
MTSUI TSUNEISHI II	-1	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	
JMU MR 1	-1	8	15.078	5.503.470	44.027.760	44.027.760	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	
ONOMICHI MR MARK-V 1	-1	8	15.078	5.503.470	44.027.760	44.027.760	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	
NORD LAVENDER	-1	8	18.127	6.616.355	52.930.840	52.930.840	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	
NORD LARKSPUR	-1	8	18.127	6.616.355	52.930.840	52.930.840	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	6.616.355	
JMU MR 2	-2	8	15.078	5.503.470	44.027.760	44.027.760	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	
ONOMICHI MR MARK-V 2	-2	8	15.078	5.503.470	44.027.760	44.027.760	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	5.503.470	
IMABARI63BC - 2019 (1)	-3	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640				2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330
IMABARI63BC - 2019 (2)	-3	8	5.842	2.132.330	17.058.640	17.058.640				2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330	2.132.330
				436.884.195	2.746.436.295	2.685.469.980	373.403.213	412.569.173	423.576.113	365.837.858	365.837.858	327.576.185	215.711.898	100.925.603	80.495.823	15.271.600	4.264.660

2. Opgørelse af nutidsværdien af de fremtidige leasingforpligtigleaser, fordelt på året hvor leasingkontrakterne er indgået.

Forudsætninger	2003-2007	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fremtidige leasingydelse	186.008.745	191.308.363	485.975.235	664.542.725	185.210.490	79.664.900	234.524.363	59.296.440	163.438.240	313.327.680	88.055.520	34.117.280
Nutidsværdi	177.948.540	175.205.851	435.577.198	583.019.643	166.003.246	69.891.972	197.235.556	52.022.222	140.377.038	269.117.017	75.630.850	29.303.318
Antal år	3	5	6	7	6	7	9	7	8	8	8	8
Årlig ydelse	62.002.915	38.261.673	80.995.873	94.934.675	30.868.415	11.380.700	26.058.263	8.470.920	20.429.780	39.165.960	11.006.940	4.264.660
Alternativ lånerente	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%

Bilag 3 - Beregning af right of use aktivet og forpligtigelsen (forsat)

3. Amortiseret kostpris beregning for hvert år hvor kontrakter er indgået

Periode 2003-2007											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 2,25%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 2,25%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2016	177.948.541	62.002.915	4.000.458	58.002.457	119.946.084	177.948.541	62.002.915	4.000.458	58.002.457	119.946.084	4.000.458
2017	119.946.084	62.002.915	2.696.506	59.306.409	60.639.675	119.946.084	62.002.915	2.696.506	59.306.409	60.639.675	2.696.506
2018	60.639.675	62.002.915	1.363.240	60.639.675	-	60.639.675	62.002.915	1.363.240	60.639.675	-	1.363.240
Periode 2009											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,00%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,00%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2016	175.205.851	38.261.673	5.263.672	32.998.000	142.207.851	175.205.851	38.261.673	5.263.672	32.998.000	142.207.851	5.263.672
2017	142.207.851	38.261.673	4.272.320	33.989.352	108.218.499	142.207.851	38.261.673	4.272.320	33.989.352	108.218.499	4.272.320
2018	108.218.499	38.261.673	3.251.185	35.010.487	73.208.012	108.218.499	38.261.673	3.251.185	35.010.487	73.208.012	3.251.185
2019	73.208.012	38.261.673	2.199.373	36.062.300	37.145.712	73.208.012	38.261.673	2.199.373	36.062.300	37.145.712	2.199.373
2020	37.145.712	38.261.673	1.115.961	37.145.712	-	37.145.712	38.261.673	1.115.961	37.145.712	-	1.115.961
Periode 2010											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,22%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,22%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2016	435.577.198	80.995.873	14.029.065	66.966.807	368.610.391	435.577.198	80.995.873	14.029.065	66.966.807	368.610.391	14.029.065
2017	368.610.391	80.995.873	11.872.199	69.123.673	299.486.718	368.610.391	80.995.873	11.872.199	69.123.673	299.486.718	11.872.199
2018	299.486.718	80.995.873	9.645.865	71.350.008	228.136.710	299.486.718	80.995.873	9.645.865	71.350.008	228.136.710	9.645.865
2019	228.136.710	80.995.873	7.347.824	73.648.048	154.488.662	228.136.710	80.995.873	7.347.824	73.648.048	154.488.662	7.347.824
2020	154.488.662	80.995.873	4.975.769	76.020.103	78.468.559	154.488.662	80.995.873	4.975.769	76.020.103	78.468.559	4.975.769
2021	78.468.559	80.995.873	2.527.314	78.468.558	-	78.468.559	80.995.873	2.527.314	78.468.558	-	2.527.314

Bilag 3 - Beregning af right of use aktivet og forpligtigelsen (forsat)

Periode 2011											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,38%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,38%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2016	583.019.643	94.934.675	19.725.066	75.209.609	507.810.034	583.019.643	94.934.675	19.725.066	75.209.609	507.810.034	19.725.066
2017	507.810.034	94.934.675	17.180.530	77.754.145	430.055.889	507.810.034	94.934.675	17.180.530	77.754.145	430.055.889	17.180.530
2018	430.055.889	94.934.675	14.549.906	80.384.769	349.671.120	430.055.889	94.934.675	14.549.906	80.384.769	349.671.120	14.549.906
2019	349.671.120	94.934.675	11.830.280	83.104.395	266.566.725	349.671.120	94.934.675	11.830.280	83.104.395	266.566.725	11.830.280
2020	266.566.725	94.934.675	9.018.643	85.916.032	180.650.693	266.566.725	94.934.675	9.018.643	85.916.032	180.650.693	9.018.643
2021	180.650.693	94.934.675	6.111.881	88.822.794	91.827.899	180.650.693	94.934.675	6.111.881	88.822.794	91.827.899	6.111.881
2022	91.827.899	94.934.675	3.106.776	91.827.899	-	91.827.899	94.934.675	3.106.776	91.827.899	-	3.106.776
Periode 2012											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,22%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,22%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2016	166.003.246	30.868.415	5.346.630	25.521.785	140.481.461	166.003.246	30.868.415	5.346.630	25.521.785	140.481.461	5.346.630
2017	140.481.461	30.868.415	4.524.625	26.343.790	114.137.671	140.481.461	30.868.415	4.524.625	26.343.790	114.137.671	4.524.625
2018	114.137.671	30.868.415	3.676.145	27.192.270	86.945.401	114.137.671	30.868.415	3.676.145	27.192.270	86.945.401	3.676.145
2019	86.945.401	30.868.415	2.800.336	28.068.079	58.877.322	86.945.401	30.868.415	2.800.336	28.068.079	58.877.322	2.800.336
2020	58.877.322	30.868.415	1.896.320	28.972.095	29.905.227	58.877.322	30.868.415	1.896.320	28.972.095	29.905.227	1.896.320
2021	29.905.227	30.868.414	963.187	29.905.227	-	29.905.227	30.868.414	963.187	29.905.227	-	963.187
2022											
Periode 2013											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,38%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,38%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2016	69.891.972	11.380.700	2.364.627	9.016.073	60.875.899	69.891.972	11.380.700	2.364.626	9.016.074	60.875.898	2.364.627
2017	60.875.899	11.380.700	2.059.589	9.321.111	51.554.788	60.875.898	11.380.700	2.059.589	9.321.111	51.554.787	2.059.589
2018	51.554.788	11.380.700	1.744.232	9.636.468	41.918.320	51.554.787	11.380.700	1.744.232	9.636.468	41.918.319	1.744.232
2019	41.918.320	11.380.700	1.418.205	9.962.495	31.955.825	41.918.319	11.380.700	1.418.205	9.962.495	31.955.824	1.418.205
2020	31.955.825	11.380.700	1.081.148	10.299.552	21.656.273	31.955.824	11.380.700	1.081.148	10.299.552	21.656.272	1.081.148
2021	21.656.273	11.380.700	732.688	10.648.012	11.008.261	21.656.272	11.380.700	732.688	10.648.012	11.008.260	732.688
2022	11.008.261	11.380.699	372.438	11.008.261	-	11.008.260	11.380.699	372.438	11.008.260	-	372.438

Bilag 3 - Beregning af right of use aktivet og forpligtigelsen (forsat)

Periode 2014											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,61%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,61%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2016	197.235.556	26.058.263	7.121.536	18.936.726	178.298.830	197.235.556	26.058.263	7.121.536	18.936.726	178.298.830	7.121.536
2017	178.298.830	26.058.263	6.437.792	19.620.470	158.678.360	178.298.830	26.058.263	6.437.792	19.620.470	158.678.360	6.437.792
2018	158.678.360	26.058.263	5.729.361	20.328.902	138.349.458	158.678.360	26.058.263	5.729.361	20.328.902	138.349.458	5.729.361
2019	138.349.458	26.058.263	4.995.350	21.062.912	117.286.546	138.349.458	26.058.263	4.995.350	21.062.912	117.286.546	4.995.350
2020	117.286.546	26.058.263	4.234.837	21.823.426	95.463.120	117.286.546	26.058.263	4.234.837	21.823.426	95.463.120	4.234.837
2021	95.463.120	26.058.263	3.446.864	22.611.399	72.851.721	95.463.120	26.058.263	3.446.864	22.611.399	72.851.721	3.446.864
2022	72.851.721	26.058.263	2.630.439	23.427.823	49.423.898	72.851.721	26.058.263	2.630.439	23.427.823	49.423.898	2.630.439
2023	49.423.898	26.058.263	1.784.537	24.273.726	25.150.172	49.423.898	26.058.263	1.784.537	24.273.726	25.150.172	1.784.537
2024	25.150.172	26.058.263	908.091	25.150.171	-	25.150.172	26.058.263	908.091	25.150.171	-	908.091
Periode 2015											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,38%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,38%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2016	52.022.222	8.470.920	1.760.047	6.710.873	45.311.349	52.022.222	8.470.920	1.760.047	6.710.873	45.311.349	1.760.047
2017	45.311.349	8.470.920	1.533.000	6.937.920	38.373.429	45.311.349	8.470.920	1.533.000	6.937.920	38.373.429	1.533.000
2018	38.373.429	8.470.920	1.298.273	7.172.647	31.200.782	38.373.429	8.470.920	1.298.273	7.172.647	31.200.782	1.298.273
2019	31.200.782	8.470.920	1.055.603	7.415.317	23.785.465	31.200.782	8.470.920	1.055.603	7.415.317	23.785.465	1.055.603
2020	23.785.465	8.470.920	804.724	7.666.196	16.119.269	23.785.465	8.470.920	804.724	7.666.196	16.119.269	804.724
2021	16.119.269	8.470.920	545.357	7.925.563	8.193.706	16.119.269	8.470.920	545.357	7.925.563	8.193.706	545.357
2022	8.193.706	8.470.920	277.214	8.193.706	-	8.193.706	8.470.920	277.214	8.193.706	-	277.214
Periode 2016											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,51%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,51%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2016	140.377.038	20.429.780	4.926.699	15.503.081	124.873.957	140.377.038	20.429.780	4.926.699	15.503.081	124.873.957	4.926.699
2017	124.873.957	20.429.780	4.382.600	16.047.180	108.826.777	124.873.957	20.429.780	4.382.600	16.047.180	108.826.777	4.382.600
2018	108.826.777	20.429.780	3.819.405	16.610.375	92.216.402	108.826.777	20.429.780	3.819.405	16.610.375	92.216.402	3.819.405
2019	92.216.402	20.429.780	3.236.445	17.193.335	75.023.067	92.216.402	20.429.780	3.236.444	17.193.336	75.023.066	3.236.445
2020	75.023.067	20.429.780	2.633.024	17.796.756	57.226.311	75.023.066	20.429.780	2.633.024	17.796.756	57.226.310	2.633.024
2021	57.226.311	20.429.780	2.008.426	18.421.354	38.804.957	57.226.310	20.429.780	2.008.425	18.421.355	38.804.955	2.008.426
2022	38.804.957	20.429.780	1.361.906	19.067.874	19.737.083	38.804.955	20.429.780	1.361.906	19.067.874	19.737.081	1.361.906
2023	19.737.083	20.429.779	692.696	19.737.083	-	19.737.081	20.429.779	692.696	19.737.081	-	692.696

Bilag 3 - Beregning af right of use aktivet og forpligtigelsen (forsat)

Periode 2017											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,51%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,51%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2017	269.117.017	39.165.960	9.444.982	29.720.978	239.396.039	269.117.017	39.165.960	9.444.982	29.720.978	239.396.039	9.444.982
2018	239.396.039	39.165.960	8.401.889	30.764.071	208.631.968	239.396.039	39.165.960	8.401.889	30.764.071	208.631.968	8.401.889
2019	208.631.968	39.165.960	7.322.188	31.843.772	176.788.196	208.631.968	39.165.960	7.322.187	31.843.773	176.788.195	7.322.188
2020	176.788.196	39.165.960	6.204.592	32.961.368	143.826.828	176.788.195	39.165.960	6.204.592	32.961.368	143.826.827	6.204.592
2021	143.826.828	39.165.960	5.047.774	34.118.186	109.708.642	143.826.827	39.165.960	5.047.774	34.118.186	109.708.641	5.047.774
2022	109.708.642	39.165.960	3.850.356	35.315.604	74.393.038	109.708.641	39.165.960	3.850.355	35.315.605	74.393.036	3.850.356
2023	74.393.038	39.165.960	2.610.912	36.555.048	37.837.990	74.393.036	39.165.960	2.610.912	36.555.048	37.837.988	2.610.912
2024	37.837.990	39.165.959	1.327.969	37.837.990	-	37.837.988	39.165.959	1.327.969	37.837.988	-	1.327.969
Periode 2018											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,51%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,51%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2018	75.630.850	11.006.940	2.654.355	8.352.585	67.278.265	75.630.850	11.006.940	2.654.355	8.352.585	67.278.265	2.654.355
2019	67.278.265	11.006.940	2.361.211	8.645.729	58.632.536	67.278.265	11.006.940	2.361.211	8.645.729	58.632.536	2.361.211
2020	58.632.536	11.006.940	2.057.779	8.949.161	49.683.375	58.632.536	11.006.940	2.057.779	8.949.161	49.683.375	2.057.779
2021	49.683.375	11.006.940	1.743.697	9.263.243	40.420.132	49.683.375	11.006.940	1.743.697	9.263.243	40.420.132	1.743.697
2022	40.420.132	11.006.940	1.418.593	9.588.347	30.831.785	40.420.132	11.006.940	1.418.593	9.588.347	30.831.785	1.418.593
2023	30.831.785	11.006.940	1.082.078	9.924.862	20.906.923	30.831.785	11.006.940	1.082.078	9.924.862	20.906.923	1.082.078
2024	20.906.923	11.006.940	733.753	10.273.187	10.633.736	20.906.923	11.006.940	733.753	10.273.187	10.633.736	733.753
2025	10.633.736	11.006.940	373.204	10.633.736	-	10.633.736	11.006.940	373.204	10.633.736	-	373.204
Periode 2019											
År	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.) 3,51%	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode	Restgæld primo periode	Ydelse	Effektiv rente pr. periode 3,51%	Beregnet afdrag incl amortisering	Restgæld ultimo periode	Effektiv rente
2019	29.303.318	4.264.660	1.028.435	3.236.225	26.067.093	29.303.318	4.264.660	1.028.435	3.236.225	26.067.093	1.028.435
2020	26.067.093	4.264.660	914.856	3.349.804	22.717.289	26.067.093	4.264.660	914.856	3.349.804	22.717.289	914.856
2021	22.717.289	4.264.660	797.290	3.467.370	19.249.919	22.717.289	4.264.660	797.290	3.467.370	19.249.919	797.290
2022	19.249.919	4.264.660	675.599	3.589.061	15.660.858	19.249.919	4.264.660	675.599	3.589.061	15.660.858	675.599
2023	15.660.858	4.264.660	549.636	3.715.024	11.945.834	15.660.858	4.264.660	549.636	3.715.024	11.945.834	549.636
2024	11.945.834	4.264.660	419.253	3.845.407	8.100.427	11.945.834	4.264.660	419.253	3.845.407	8.100.427	419.253
2025	8.100.427	4.264.660	284.294	3.980.366	4.120.061	8.100.427	4.264.660	284.294	3.980.366	4.120.061	284.294
2026	4.120.061	4.264.659	144.598	4.120.061	-	4.120.061	4.264.659	144.598	4.120.061	-	144.598

Bilag 3 - Beregning af right of use aktivet og forpligtigelsen (forsat)

4. Opsummering af beregningen af right of use aktivet og forpligtigelsen

V	År	Aktiver		Passiver				Resultatopgørelse	
		Leasing aktiv	Afskrivninger	Leasing forpligtigelse	Rente	Afdrag	Ydelse	Afskrivninger (D)	Rente omk.
0	P. 2016	2.401.764.361	-	-	2.401.764.361	-	-	-	-
1	2016	2.065.139.863	-	336.624.498	-	2.089.494.181	61.133.032	312.270.180	373.403.212
2	2017	1.696.919.272	-	368.220.591	-	1.741.729.971	64.804.962	347.764.210	412.569.172
3	2018	1.319.819.126	-	377.100.146	-	1.375.958.845	57.804.988	365.771.126	423.576.114
4	2019	998.594.759	-	321.224.367	-	1.058.063.734	47.942.747	317.895.111	365.837.858
5	2020	713.181.295	-	285.413.464	-	768.074.650	37.587.102	289.989.084	327.576.186
6	2021	501.946.245	-	211.235.051	-	549.418.562	27.924.225	218.656.088	246.580.313
7	2022	375.800.674	-	126.145.571	-	418.143.349	20.370.424	131.275.213	151.645.637
8	2023	276.736.721	-	99.063.953	-	312.978.286	15.612.160	105.165.063	120.777.223
9	2024	187.447.646	-	89.289.074	-	215.307.242	11.725.478	97.671.044	109.396.522
10	2025	120.073.634	-	67.374.013	-	140.063.470	8.094.488	75.243.772	83.338.260
11	2026	59.676.405	-	60.397.229	-	70.465.481	5.269.351	69.597.989	74.867.340
12	2027	15.760.356	-	43.916.049	-	18.678.915	2.650.994	51.786.566	54.437.560
13	2028	3.440.401	-	12.319.956	-	4.110.036	702.722	14.568.879	15.271.601
14	2029	-	-	3.440.401	-	-	154.624	4.110.036	4.264.660

Kilder: Egen tilvirkning

Bilag 4 - Reformuleret balance m.m.

4.1 DS Norden 2016 årsrapport, samt reformuleringen heraf.

DS Norden A/S USD'000	IAS 17 - 31.12.2016	IFRS 16 Primo	IFRS 16 Årets bevægelse	IFRS 16 Andre reguleringer	IFRS 16 - 31.12.2016 Ultimo
RESULTATOPGØRELSE					
Omsætning	1.251.187				1.251.187
Andre driftsindtægter, netto	12.704				12.704
Driftsomkostninger - skibe	- 1.187.759		373.403	175.294	- 639.062
Andre eksterne omkostninger	- 14.036				- 14.036
Personaleomkostninger, Landbaseret	- 31.488				- 31.488
Resultat før afskrivninger EBITDA	30.608		373.403	175.294	579.305
Salgsavance og tab, skibe mv.	- 45.544				- 45.544
Afskrivninger	- 49.589		- 334.788		- 384.377
Resultatandele af joint ventures	47				47
Resultat af drift før nedskrivninger	- 64.478		- 334.788	-	149.431
Nedskrivninger på skibe og nybygninger	-			- 175.294	- 175.294
Resultat af Primær drift (EBIT)	- 64.478		-	- 175.294	- 25.863
Dagsværdireguleringer af visse sikringsinstrumenter	34.520				34.520
Finansielle indtægter	7.144				7.144
Finansielle omkostninger	- 19.404		- 64.538		- 83.942
Resultat før skat	- 42.218		- 64.538	-	- 68.140
Årets skat	- 3.373				- 3.373
Årets resultat	- 45.591		- 25.922	-	- 71.513

AKTIVER USD'000	IAS 17 - 31.12.2016	IFRS 16 Primo	IFRS 16 Årets Bevægelse	IFRS 16 Andre reguleringer	IFRS 16 - 31.12.2016 Ultimo
Skibe	680.247				680.247
Right of Use assets	-	2.371.332	- 334.788	- 175.294	1.861.251
Ejendomme og driftsmidler	50.997				50.997
Forudbetalinger på skibe og nybygninger	19.880				19.880
Materielle aktiver	751.124	2.371.332	- 334.788	- 175.294	2.612.375
Kapitalandele i joint ventures	15.927				15.927
Finansielle aktiver	15.927	-	-	-	15.927
Langfristede aktiver	767.051	2.371.332	- 334.788	- 175.294	2.628.302
Beholdninger	44.062				44.062
Fragttilgodehavende	85.253				85.253
Tilgodehavende hos joint ventures	5.030				5.030
Andre tilgodehavende	39.142				39.142
Periodeafgrænsningsposter	74.474				74.474
Værdipapirer	18.668				18.668
Likvider	245.182				245.182
Materielle aktiver bestemt for salg	22.168				22.168
Kortfristede aktiver	533.979	-	-	-	533.979
Aktiver	1.301.030	2.371.332	- 334.788	- 175.294	3.162.281

Passiver USD'000	IAS 17 - 31.12.2016	IFRS 16 Primo	IFRS 16 Årets Bevægelse	IFRS 16 Andre reguleringer	IFRS 16 - 31.12.2016 Ultimo
Aktiekapital	6.706				6.706
Reserver	- 509				- 509
Overført resultat	795.209		- 25.922		769.287
Egenkapital	801.406	-	- 25.922	-	775.484
Lån	190.089				190.089
Leasing forpligtelser		2.062.467	- 308.865	- 39.300	1.714.302
Hensatte forpligtelser	91.952			- 91.952	-
Modtagne forudbetalinger på skibe til videresalg	-				-
Langfristede forpligtelser	282.041	2.062.467	- 308.865	- 131.252	1.904.391
Lån	26.171				26.171
Leasing forpligtelser		308.865		- 39.300	348.165
Hensatte forpligtelser	95.217			- 83.342	11.875
Leverandører af varer og tjenesteydelser	42.395				42.395
Anden gæld	20.240				20.240
Periodeafgrænsningsposter	28.460				28.460
Forpligtelser relateret til materielle aktiver bestemt for salg	5.100				5.100
Kortfristede forpligtelser	217.583	308.865	-	- 44.042	482.406
Forpligtelser	499.624	2.371.332	- 308.865	- 175.294	2.386.797
Passiver	1.301.030	2.371.332	- 334.788	- 175.294	3.162.281

4.2 DS Norden hoved- og nøgletal

Hoved- og Nøgletal	2016 IFRS	2016	2015	2014	2013	2012
Resultatopgørelsen, USD mio.						
Omsætning	1.251,2	1.251,2	1.653,4	2.038,1	2.145,9	2.131,4
Omkostninger	(671,9)	(1.220,6)	(1.632,9)	(2.299,6)	(2.121,6)	(1.983,5)
Resultat før afskrivninger (EBITDA) (eksl. Hensættelser)	579,3	30,6	165,5	(31,3)	24,3	147,9
Hensættelse til Joint Ventures	-	-	(145,0)	(230,0)	-	-
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	579,3	30,6	20,5	(261,3)	24,3	147,9
Salgsavancer og -tab, skibe mv.	(45,5)	(45,5)	(31,0)	-	2,5	(23,9)
Af- og nedskrivninger	(559,7)	(49,6)	(248,6)	(68,2)	(79,0)	(388,5)
Resultat af primær drift (EBIT)	(25,9)	(64,5)	(282,0)	(335,5)	(51,3)	(265,4)
Dagsværdireguleringer af visse sikringsinstrumenter	34,5	34,5	9,1	(61,9)	10,6	(10,1)
Finans, netto	(76,8)	(12,3)	(9,4)	(15,2)	(2,5)	1,7
Resultat før skat	(68,1)	(42,2)	(282,3)	(412,5)	(43,2)	(273,9)
Årets resultat	(71,5)	(45,6)	(284,9)	(415,6)	(47,7)	(278,8)
Opgørelse af den finansielle stilling, USD mio.						
Langfristede aktiver	2.628,3	767,1	945,7	1.221,0	1.215,2	1.149,8
Aktiver i alt	3.162,3	1.301,0	1.604,7	1.778,0	2.061,2	2.033,4
Egenkapital (inkl. Minoritetsinteresser)	775,5	801,4	856,1	1.139,3	1.604,8	1.687,2
Forpligtelser	2.386,8	499,6	748,6	638,7	456,4	346,2
Investeret kapital	2.829,7	753,8	788,7	1.131,6	1.377,0	1.314,2
Netto rentebærende aktiver	(2.054,2)	47,6	67,3	7,7	227,8	373,0
Likvider og værdipapirer	263,9	263,9	365,7	238,3	486,1	528,6
Pengestrømme, USD mio.						
Fra driftsaktiviteter	229,2	(79,7)	76,9	(46,0)	(8,9)	122,1
Fra investeringsaktiviteter	102,1	102,1	(112,9)	66,2	(61,9)	7,0
Fra finansieringsaktiviteter	(394,2)	(85,3)	67,5	(79,4)	62,5	(37,9)
Årets likviditetsændring	(62,9)	(62,9)	31,5	(59,2)	(8,3)	91,2
Kurs- og regnskabsrelaterede nøgletal						
Aktierelaterede hoved- og nøgletal						
Antal aktier á DKK 1 (inkl. Egne aktier)	42.200.000	42.200.000	42.200.000	42.200.000	43.000.000	43.000.000
Antal aktier á DKK 1 (eksl. Egne aktier)	40.467.615	40.467.615	40.467.615	40.460.055	40.770.988	41.277.839
Antal egne aktier	1.732.385	1.732.385	1.732.385	1.739.945	2.229.012	1.722.161
Indtjening pr. aktie (EPS) (DKK)	(1,7)	(1,1)	(7,0)	(10,3)	(1,2)	(6,8)
Udvandet indtjening pr. aktie (Udvandet EPS)(DKK)	(1,7)	(1,1)	(7,0)	(10,3)	(1,2)	(6,8)
Udbytte pr. aktie	-	-	-	-	5	3
Indre værdi pr. aktie (DKK)	18,4	19,0	21,2	28,2	39,4	40,9
Aktiekurs ultimo pr. aktie DKK 1	110,5	110,5	122,1	131,4	285,0	163,1
Kurs/indre værdi	0,7	0,8	0,8	0,8	1,3	0,7
Øvrige nøgletal						
EBITDA-ratio	46,3%	2,4%	1,2%	-12,8%	1,1%	6,9%
ROIC	5,3%	-8,4%	-10,6%	-26,7%	-3,8%	2,3%
ROE	-2,1%	-5,2%	-28,6%	-30,3%	-2,9%	-15,1%
Payout ratio (eksl. Egne aktier)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Soliditet	24,5%	61,6%	53,3%	64,1%	77,9%	83,0%
Samlet antal skibsdage for Koncernen	78.765	78.765	75.763	83.866	90.069	84.028
USD kurs ultimo	705,28	705,28	683,00	612,14	541,27	565,91
USD kurs gennemsnit	673,27	673,27	672,69	561,90	561,60	579,72

4.3 TORM PLC årsrapport

TORM Plc.		USD 1.000
RESULTATOPGØRELSE		
Revenue		680.143
Port expenses, bunkers and commissions	-	221.859
Time charter equivalent earnings		458.284
Charter hire	-	21.498
Operating expenses	-	195.249
Gross profit (Net earnings from shipping activities)		241.537
Administrative expenses	-	41.406
Other operating expenses	-	304
Share of profit / (loss) from joint ventures		176
Resultat for afskrivninger EBITDA		200.003
Impairment losses on tangible and intangible assets	-	185.000
Depreciation	-	122.215
Resultat af Primær drift (EBIT)	-	107.212
Financial income		2.814
Financial expenses	-	37.333
Resultat for skat	-	141.731
Tax	-	760
Årets resultat	-	142.491

AKTIVER		
Goodwill		-
Immaterielle aktiver		-
Vessels and capitalized dry-docking		1.343.778
Prepayments on vessels		44.036
Other plant and operating equipment		1.836
Materielle aktiver		1.389.650
Investments in joint ventures		322
Other investments		4
Finansielle aktiver		326
Langfristede aktiver		1.389.976
Bunkers		31.616
Freight receivables		62.533
Other receivables		8.134
Prepayment		3.024
Cash and cash equivalents		75.971
Kortfristede aktiver		181.278
Aktiver		1.571.254

Passiver		
Common shares		623
Treasury shares	-	2.887
Hedging reserves		390
Translation reserves	-	80
Retained profit		782.532
Egenkapital		780.578
Deferred tax liability		44.967
Mortgage debt and bank loans		593.912
Finance lease liability		-
Langfristede forpligtelser		638.879
Mortgage debt and bank loans		75.652
Finance lease liability		13.624
Trade payables		28.498
Current tax liabilities		773
Other liabilities		33.055
Deferred income		195
Kortfristede forpligtelser		151.797
Forpligtelser		790.676
Passiver		1.571.254

4.4 TORM Plc. Hoved og nøgletal

KEY FIGURES	USD 1.000
Revenue	680.143
Time charter equivalent earnings	458.284
Gross profit	241.537
EBITDA	200.003
EBIT (Operating profit / (loss))	(107.212)
Financial items	(34.519)
Profit/(loss) before tax	(141.731)
Net profit/(loss)	(142.491)
Net profit/(loss) excluding impairment charges	42.509
Non-current assets	1.389.976
Total assets	1.571.254
Equity	780.578
Total liabilities	790.676
Invested capital	1.387.795
Net interest bearing debt	(607.217)
Cash and equivalents	75.971
Gross margins:	
TCE	67,38%
Gross profit	35,51%
EBITDA	29,41%
Operating profit/(loss)	-15,76%
Return on equity (Roe)	-16,22%
Return on invested capital (RoIC)	-7,73%
Adjusted Return on invested capital (RoIC)	5,61%
Equity ratio	49,68%
Finansiel gearing	-78%
Nettobærende gæld / EBITDA	-304%
Likviditetsgrad	267%
EBIT-grad	-16%
Omsætning/Investeret kapital	49%
EBITA	200.003
ROIC	14%
Skat af EBITA	6.834
NOPLAT	206.837
Rentebærende gæld	2.201.989.000
Markedsværdi af andre ikke-driftsmæssige aktiver	94.149
E/V	1.753.893.572,00
P/E	590944%
Antal aktier	62.298.846,00
Aktiekurs pr. 31.12.2016	63,5
Maket Cap 31.12.2016	3.955.976.721,00
Earnings pr. share	0,01

Bilag 5 - Værdiansættelsesmodellen og inputs

Discounted cash flow beregninger:

Værdiansættelse af virksomheder efter Discounted Cash Flows (DCF) - IAS

Værdiansættelse af virksomheder efter Discounted Cash Flows (DCF) - IAS						Indtastningsfelt	
Frit cash flow til analyse						Værdiansættelse ultimo 2016	
2017	2018	2019	2020	2021			
Budgetoplysninger							
Nettoomsætning	1.313.746	1.379.434	1.420.817	1.449.233	1.478.218	Nutidsværdi frit cash flow i budgetperiode	242.932
Andre driftsindtægter	13.085	13.478	13.882	14.298	14.727	Nutidsværdi frit cash flow i terminalperioden	500.647
Driftsomkostninger skibe	(1.223.392)	(1.260.094)	(1.297.896)	(1.336.833)	(1.376.938)	Virksomhedsværdi	743.579
Dækningsbidrag	103.440	132.818	136.802	126.698	116.007		
Andre eksterne omkostninger	(14.317)	(14.603)	(14.895)	(15.193)	(15.497)	Markedsværdi af rentebærende gæld ultimo 2016	22.566
Personale omkostninger, landbaserede medarbejdere	(32.118)	(32.760)	(33.415)	(34.084)	(34.765)	Egenkapitalens værdi	766.145
Resultat før afskrivninger, renter og skat (EBITDA)	57.005	85.455	88.492	77.422	65.745		
Salgsavancer og -tab, skibe mv.	20.000	50.000	30.000	10.000	5.000	Antal aktier ('000)	42.200
Af- og nedskrivninger	(50.581)	(51.592)	(52.624)	(53.677)	(54.750)	Værdi pr. aktie USD	18,16
Resultatandele af jointventures	48	49	50	51	52	Valuta kurs pr. (31.12.2016)	7,05
Resultat før renter og skat (EBIT)	26.472	83.911	65.918	33.796	16.046	Værdi pr. aktie DKK	127,99
Korrektioner						Børs kurs pr. (31.12.2016)	110,50
+ afskrivninger og hensættelser	49.589	50.581	51.592	52.624	53.677	Over-/ undervurdering	17,49
+ ændringer i arbejdskapital	5.778	1.156	231	46	9		
- investeringer i anlægsaktiver	(36.813)	(37.549)	(38.300)	(39.066)	(39.848)		
- skat på EBIT	(1.853)	(5.874)	(4.614)	(2.366)	(1.123)		
Cash flow før finansielle poster efter skat	43.174	92.225	74.827	45.034	28.761		
Nutidsværdi af frit cash flow	40.738	82.114	62.865	35.701	21.515		
Beregning af gennemsnitlig egenkapitalforrentning						Beregning af Terminalværdi*	
2017	2018	2019	2020	2021			
Risikofri rente	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	EBIT i terminalperiode	23.603
Investorerens risikopræmie	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	+ afskrivninger og hensættelser	55.572
Egenkapitalens afkastkrav	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	+ ændringer i arbejdskapital	2
Gældsandel	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	- investeringer i anlægsaktiver	(41.043)
Egenkapitalandel	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	- skat på EBIT	(1.652)
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Cash flow før finansielle poster efter skat i terminalperiode	36.481
Rentesats på fremmedkapital	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	Vækst p.a. i terminalperioden	0,50%
Skattesats	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	*Terminalværdien er udtryk for værdien af de pengestrømme, der genereres efter budgetperioden udløb pr. år.	
Gennemsnitlige egenkapitalomkostning (WACC)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%		
Diskonteringsfaktor	1,06	1,12	1,19	1,26	1,34		0,07

Værdiansættelse af virksomheder efter Discounted Cash Flows (DCF) - IFRS 16

Frit cash flow til analyse						Indtastningsfelt	
	2017	2018	2019	2020	2021	Værdiansættelse ultimo 2016	
Budgetoplysninger							
Nettoomsætning	1.313.746	1.379.434	1.420.817	1.449.233	1.478.218	Nutidsværdi frit cash flow i budgetperiode (USD)	447.883
Andre driftsindtægter	13.085	13.478	13.882	14.298	14.727	Nutidsværdi frit cash flow i terminalperioden (USD)	1.524.551
Driftsomkostninger skibe	(1.223.392)	(1.260.094)	(1.297.896)	(1.336.833)	(1.376.938)	Virksomhedsværdi (USD)	1.972.435
Dækningsbidrag	103.440	132.818	136.802	126.698	116.007		
Andre eksterne omkostninger	(14.317)	(14.603)	(14.895)	(15.193)	(15.497)	Markedsværdi af rentebærende gæld ultimo 2016 (USD)	(2.039.901)
Personale omkostninger, landbaserede medarbejdere	(32.118)	(32.760)	(33.415)	(34.084)	(34.765)	Egenkapitalens værdi (USD)	(67.466)
Resultat før afskrivninger, renter og skat (EBITDA)	57.005	85.455	88.492	77.422	65.745		
Salgsavancer og -tab, skibe mv.	20.000	50.000	30.000	10.000	5.000	Antal aktier ('000)	42.200
Af- og nedskrivninger	(50.581)	(51.592)	(52.624)	(53.677)	(54.750)	Værdi pr. aktie USD	(1,60)
Resultatandele af jointventures	48	49	50	51	52	Valuta kurs pr. (31.12.2016)	7,05
Resultat før renter og skat (EBIT)	26.472	83.911	65.918	33.796	16.046	Værdi pr. aktie DKK	(11,27)
Korrektioner							
+ afskrivninger og hensættelser	49.589	50.581	51.592	52.624	53.677	Børs kurs pr. (31.12.2016)	110,50
+ ændringer i arbejdskapital	5.778	1.156	231	46	9	Over-/ undervurdering	(121,77)
- investeringer i anlægsaktiver	(36.813)	(37.549)	(38.300)	(39.066)	(39.848)		
+ IFRS 16 regulering tilbageførsel af driftsomkostning	412.569	444.005	386.267	386.267	348.005		
- IFRS 16 regulering minus right of use assets afskrivninger	(368.427)	(395.428)	(339.775)	(339.775)	(304.734)		
- skat på EBIT	(1.853)	(5.874)	(4.614)	(2.366)	(1.123)		
Cash flow før finansielle poster efter skat	87.315	140.801	121.318	91.526	72.033		
Nutidsværdi af frit cash flow	83.190	127.800	104.924	75.418	56.551		
Beregning af gennemsnitlig egenkapitalforrentning						Beregning af Terminalværdi*	
	2017	2018	2019	2020	2021		
Risikofri rente	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	EBIT i terminalperiode	23.603
Investorenes risikopræmie	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	+ afskrivninger og hensættelser	55.572
Egenkapitalens afkastkrav	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	+ ændringer i arbejdskapital	2
Gældsandel	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	- investeringer i anlægsaktiver	(41.043)
Egenkapitalandel	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	+ IFRS 16 regulering tilbageførsel af driftsomkostning	451.735
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	- IFRS 16 regulering minus right of use assets afskrivninger	(402.067)
						- skat på EBIT	(1.652)
Rentesats på fremmedkapital	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	Cash flow før finansielle poster efter skat i terminalperiode	86.150
Skattesats	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	Vækst p.a. i terminalperioden	0,50%
Gennemsnitlige egenkapitalomkostning (WACC)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Diskonteringsfaktor	1,05	1,10	1,16	1,21	1,27	*Terminalværdien er udtryk for værdien af de pengestrømme, der genereres efter budgetperioden udløb pr. år.	0,06

Kilde: egen tilvirkning, model template er fra IVÆKST som er udarbejdet i samarbejde med PwC.

Kan hentes her: <https://ivaekst.dk/ivaekst/omivaekst/om-ivaekst---trovaerdig-raadgivning-om-forretningsudvikling-og-vaekst>

Bilag 6 – Interviews

6-1 Henrik Gustavsen, Deloitte - IFRS specialist, lydfil 6-1

6-2 Bjarne Iver Jørgensen, Deloitte – Shipping og IFRS specialist, lydfil 6-2

6-3 Jacob Pedersen (1), Sydbank – Chefanalytiker, lydfil 6-3

6-4 Jacob Pedersen (2), Sydbank – Finansforeningen, lydfil 6-4

