

EN LBO AF MOLS-LINIEN

EXECUTIVE SUMMARY

This thesis is a study of the acquisition of Mols-Linien advised by Polaris Private Equity. The objective of this thesis is twofold. Firstly, a valuation of Mols-Linien on the date of the acquisition by Polaris, and secondly an analysis of the possible value creation during their holding period.

The key target of this thesis is to estimate the fair Enterprise Value as of 23. September 2015, through a DCF-analysis using the weighted averaged and free cash flows of the firm. This results in different enterprise values concluded by the sensitivity analysis. With Mols-Liniens strategic position and volatile historic performance as entry, the expected cash flows were forecasted, giving a fair Enterprise value of 1.621 mio. DKK. This corresponds to a fair offer price of approximately 59 DKK per share at the acquisition date. The acquisition granted Polaris a 79,8% equity share for 421 mio. DKK financed through debt and equity. Assuming an exit for Polaris, at the estimated fair value multiple, the IRR from Polaris perspective, is derived to be 27%, which is in the upper end of expected returns in the private equity industry.

The second part of the thesis analyzed how Polaris can be able to create value during their holding period of Mols-Linien, which is based upon several IRR calculations spanning a holding period from four to six years. First, the analysis concluded that Mols-Linien was a good LBO target based on empirical theory. Secondly, the calculated IRR for the acquisition of Mols-Linien resulted in 27%, represented financial and EBITDA value generation, 15,42% and 11,97% respectively. This EBITDA-growth is driven by the growth in revenue, this is mainly done through organic growth, whereas the strategic analysis concluded the probability for an acquisition by Mols-Linien being very low, but the possibility for expanding their fleet to four ships was found a possible scenario. This LBO case is based upon the Private Equity fund being an active stakeholder and implement their best practice. Furthermore, the debt in Mols-Linien will be repaid during the holding period, thus being at a slightly higher level compared to entry, this is due to the additional debt from expanding their fleet.

The value generation sensitivity showed that Mols-Linien was a good acquisition for Polaris in the base case, but upon variation in either the debt levels, multiple equity growth, the volatility in the corresponding IRR values increased, making it a poor investment decision, even at EBITDA being 90% of actual EBITDA.

INDHOLDSFORTEGNELSE

1.0 INTRODUKTION	1
2.0 PROBLEMFORMULERING.....	2
2.1 AFGRÆNSNINGER	2
2.2 DISPOSITION	3
3.0 METODE OG TEORI	4
3.1 METODE	4
3.1.1 Kvalitetskriterer	4
3.1.2 Kildekritik	5
3.2 TEORI	5
3.2.1 Leveraged buyouts.....	5
3.2.2 Værdiskabelse i LBO Model	8
3.2.3 Anvendelse af Agency Costs i en kapitalfond	10
3.2.4 Gælds instrumenter og opkøbsstruktur.....	12
4.0 MOLS-LINIEN SOM TARGET	15
4.1 DET DANSKE SKIBSFART MARKED.....	16
4.2 MOLS-LINIEN HISTORIE	16
4.3 EJRSTRUKTUREN I MOLS-LINIEN	17
4.4 LIKVIDITETSPRÆMIEN FOR MOLS-LINIEN	18
5.0 INTRODUKTION TIL ANALYSEN	19
6.0 EKSTERN ANALYSE.....	19
6.1 DEN UAFHÆNGIGE OMVERDEN.....	19
6.2 DEN AFHÆNGIGE OMVERDEN	25
6.2.1 Peergruppe	25
6.2.2 Porters Five Forces.....	26
7.0 TRAFIKANALYSE	30
7.1 RISICI OG USIKKERHEDER I TRAFIKPROGNOSEN	30
7.2 INVESTERINGER I INFRASTRUKTUREN	30
7.3 TRAFIKALE BEHOV PÅ LANG SIGT	32
7.4 FINANSIERING AF FREMTIDIGE PROJEKTER	35
7.5 ANTAL PASSAGERE OG VÆKST INDENFOR DE FORSKELLIGE TRANSPORT MULIGHEDER	36
7.6 DELKONKLUSION	37

8.0 INTERN ANALYSE	37
8.1 PRODUKTSORTIMENT	37
8.2 MOLS-LINIENS VÆRDIKÆDE	39
8.3 RESSOURCEANALYSE	41
8.4 STRATEGISK NETVÆRK	42
8.6 SWOT	42
9.0 REGNSKABSANALYSE	43
9.1 REFORMULERING	48
<i>Reformulering af egenkapitalsopgørelsen</i>	<i>49</i>
<i>Reformulering af resultatopgørelsen</i>	<i>49</i>
<i>Reformulering af balancen</i>	<i>49</i>
<i>Vigtige poster i Regnskabet</i>	<i>50</i>
9.2 RENTABILITETSANALYSE	52
9.2.1 PM og ATO	52
9.2.2 PM dekomponeret	53
9.2.3 ATO dekomponeret	53
9.3 DELKONKLUSION	54
10.0 RISIKOVURDERING	54
10.1 DRIFTSMÆSSIGE RISICI	54
10.2 FINANSIEL RISICI	54
11.0 ESTIMERING AF KAPITALOMKOSTNINGER	55
11.1 ESTIMERING AF KAPITALSTRUKTUREN	55
11.2 ESTIMERING AF RISIKOFRI RENTE	56
11.3 ESTIMERING AF CREDITSPREAD	58
11.4 ESTIMERING AF EJERNES AFKASTKRAV	59
11.4.1 <i>Estimering af Market Risk Premium</i>	<i>60</i>
11.4.2 <i>Estimering af Beta</i>	<i>60</i>
11.4.3 <i>Likviditetspræmie</i>	<i>61</i>
11.4.4 <i>Beregning af Cost of equity</i>	<i>61</i>
11.5 DEN DYNAMISKE WACC	62
12.0 BUDGETTERING	62
12.1 FORECAST AF OMSÆTNING OG OMSÆTNINGSVÆKST	63
12.2 PROFITMARGIN	64

12.3 NETTO FINANSIELLE OMKOSTNINGER I FORHOLD TIL OPERATIONELLE AKTIVER	67
13.0 VÆRDIANSÆTTELSE	67
13.1 VÆRDIEN AF MOLS-LINIEN.....	68
13.1.1 DCF-model	68
13.1.2 Følsomhed i værdien.....	69
13.2 MULTIPLE	70
13.3 KØBSPRISEN	70
14.0 LEVERAGED BUYOUT	71
14.1 KARAKTERISTIKA	71
14.2 EJERANDEL OG FINANSIERING	72
14.3 EXIT MULTIPLE	74
14.4 INTERNE RENTE OG CASH RETURN	75
14.5 POTENTIEL VÆRDISKABELSE FOR MOLS-LINIEN.....	77
14.5.1 Leverage Effekt.....	77
14.5.2 Operationel og Markeds effekt.....	78
14.5.3 Stragiens Effekt.....	79
14.5.4 Samlet værdiskabelse	79
15.0 KONKLUSION	80
16.0 LITTERATURLISTE.....	82
17.0 FIGUROVERSIGT	86
18.0 TABELOVERSIGT	88
19.0 BILAGSOVERSIGT	90

1.0 INTRODUKTION

Siden aktieprisen toppede i 2008 med en kurs på lidt over 220 kr., er kursen faldet dramatisk, og fra 2011 frem til midt 2015 har kursen været stabilt under kurs 30 kr.

Rygterne omkring et opkøb af Mols-Linien begyndte i sommeren 2015, hvor der bliver spekuleret hvis kapitalfonden Polaris vil købe en stor del af selskabets aktier (aktiekurs 1/6 2015 = 30,00 kr.) I løbet af sommeren bliver Mols-Linien et af de mest omtalte børsnoterede selskaber i Danmark, hvor temaet bliver på afnotering af selskabet, det store spørgsmål; kan de erhverve sig størstedelen af aktierne?

Aktieselskabets mindretsaktionærer kæmper imod, da de mener at de har ret til at være med til selskabets turn around og dets positive fremtidsudsigter og potentiale. Polaris erhverver cirka 80% af aktierne i september 2015 til en aktiekurs på 40,00 kr. per aktie. Siden da er aktiekursen blevet handlet op i over 80,00 kr. (20/2 2016). Hvilket er næsten en fordobling i forhold til Polaris betalte pris tilbage i 2015.

Til Mols-Liniens ekstraordinære general forsamling i slutningen af oktober 2015, var det primære punkt på dagsordenen afnoteringen af Mols-Linien, her fik mindretsaktionærerne lov til at komme med deres argumenter og forklare hvorfor selskabet ikke bør afnoteres. Det primære argument var at en afnotering vil volde stor skade for mindretsaktionærerne i form af en likviditetsreduktion for aktierne. Til ingen stor overraskelse stemte Polaris om at ansøge om en afnotering af selskabet. Samlet set stemte 86,8% af aktionærerne for at afnotere Mols-Linien, mens 13,1% stemte imod forslaget (Transportmagasinet, 2015).

Som følge af generalforsamlingen sendte selskabet en anmodning til Nasdaq CPH om at annoterer selskabet. Selskabet blev accepteret til at afnoteres d. 24/2 2016, hvor Fondsbørsen har vurderet at det minimum vil tage 6 uger at tage selskabet af Børsen, tidligst d. 8. april 2016. En nyhed som fik aktiekursen til at falde med 28,50 % den efterfølgende dag (Børsen.dk, 2016).

Dette betyder at Polaris kan begynde deres forretningsplan, som privat virksomheden, med begyndelse i midten af april hvor de opnår den kontrol som er knyttet til en privatiseret virksomhed.

2.0 PROBLEMFORMULERING

Hovedformålet med dette speciale er at illustrere og anvende en LBO model. Dette er gjort muligt gennem inddragelse af en case virksomhed, Mols-Linien fra en kapitalfonds perspektiv og udfordre Polaris køb. Mols-Linien værdiansættes via DCF, hvori der indarbejdes en Leverage Buyout struktur for selve handlen. Dette danner grundlag for følgende problemformulering:

Formålet med denne afhandling er at fastlægge den teoretiske værdi af Mols-Linien og supplere den med en LBO værdiansættelsesmodel, herunder en ramme for at finde årsagen til at Polaris besluttede at investere og udlede deres forventede afkast

Med ovenstående hensigt, er afhandlingens formål at anvende værdiansættelsen til at fastlægge en maksimums pris og fastlægge omverdenen. Efterfølgende kigges på exit mulighederne for Polaris ud fra en LBO model.

Hertil er opstillet følgende underspørgsmål til at belyse vigtige elementer i afhandlingen:

- Hvordan er Mols-Linien strategisk placeret på deres nuværende marked?
- Hvilke faktorer kan tænkes at have en signifikant indflydelse på Mols-Linien i fremtiden?
- Hvordan er Mols-Liniens finansielle situation i de seneste år?
- Hvilket afkast bør man stille som investor i Mols-Linien?
- Hvilket afkast vil Polaris kunne realisere ved et vellykket exit?

2.1 AFGRÆNSNINGER

I det følgende afsnit opstilles en række afgrænsninger for afhandling, med henblik på at sikre dybden af analysen. Afgrænsningerne vil blive taget i betragtning ved rekommandationen på analysen.

Mols-Linien ansues fra en ekstern analytikers perspektiv. Således inddrages udelukkende offentlig tilgængelig information i afhandlingen, herunder Mols-Liniens årsrapporter fra perioden 2008-2014, samt diverse tidsskrifter og akademiske artikler og bøger. Interne regnskaber, udtalelser angående fremtiden fra nøglepersoner i koncernen og andre former for kilder og data, som kunne tænkes at bidrage til analysen af Mols-Linien, er altså fravalgt.

Værdien af Mols-Linien estimeres pr. august 2015, hvoraf al information, som er efter denne dato er tilgængeliggjort, ikke er blevet inddraget i budgetteringen. Det resulterer i, at information efter opkøbet, som blev offentliggjort i forbindelse med forsøget på en afnotering fra børsen, er det nyeste offentlige data, som inddrages i opgaven. Yderligere betyder dette at årsregnskabet for Mols-Linien 2015 ikke vil blive inddraget eftersom at det først bliver publiceret d. 10/3/2016.

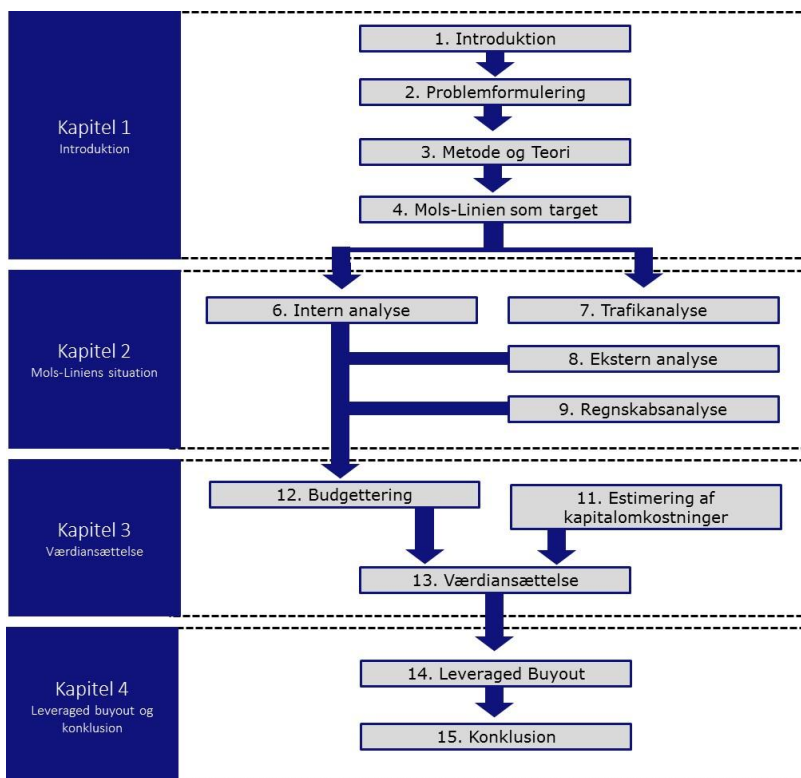
Den regnskabsmæssige analyse er baseret på de seneste fem årsregnskaber til og med det seneste offentliggjorte regnskab, som er regnskabsåret 01.05.2008 – 30.04.2014.

Det forudsættes i budgettet, at skattemæssige afskrivninger er lig med regnskabsmæssige afskrivninger.

Der afgrænses fra at kigge på det rentefradrag en LBO genererer for virksomheden i dette tilfælde, dette skyldes at SEL§11 beskriver at man ikke kan opnå rentefradrag for gæld på tonnagebeskattede skibe. Dette skyldes at det "rentefradragsloft" der er fastsat i SEL § 11 skal reduceres med værdien af de skibe der er gældsfinansieret og tonnagebeskattet.

I forbindelse med at hæve gæld samt anden bistand vedrørende erhvervelse, er gebyrer valgt ikke at specificeres. I stedet er de gebyrer, forudsættes at indgå i de omkostninger, der er forbundet med lån i hensyn til størrelse og relaterede interesser. I forlængelse, bør det bemærkes, at en revolverende facilitet er ofte aftalt med henblik på at understøtte. Derimod, som forudsætningerne i afhandlingen har ikke nødvendiggjort en anvendelse af den revolverende facilitet, er ikke angivet den tilhørende gebyr selvom et gebyr er gældende, selv når de ikke trækker på faciliteten. Endvidere antages, gebyret til at udgøre en mindre omkostning i forhold til de samlede anvendelse af midler, hvorfor den endelige konklusion formodes ikke at blive påvirket.

2.2 DISPOSITION



Opgaven vil følge nedenstående disposition for at besvare problemformuleringen:

FIGUR 1 – DISPOSITION OVER OPGAVEN, EGEN TILVIRKNING

3.0 METODE OG TEORI

Følgende afsnit har det formål, at anskueliggøre den videnskabelige tilgang, som danner platform for at muliggøre at konkludere på opstillede problemformuleringen, herunder mit undersøgelsesdesign og valg af teori.

3.1 METODE

Denne afhandling er lavet som et enkelt casestudie af virksomheden Mols-Linien. Herved belyses samtidigt et fænomen, hvor grænserne imellem det undersøgte fænomen og sammenhængen det indgår i, ikke er direkte indlysende. Denne case kan derfor argumenteres som værende fænomenafslørende, eftersom at der på nuværende tidspunkt ikke eksistere undersøgelser af Mols-Liniens potentielle værdiskabelse.

Den metodiske indfaldsvinkel vil kunne karakteriseres ud fra hermeneutikken, hvor min subjektive forståelse af problematikken vil påvirke resultatet. Hvilket også er min hensigt, hvori jeg ønsker at udfordre Polaris investerings beslutning. Mine vurderinger og antagelser vil derfor ikke være en fuldstændig sandhed, og vil være mulige at kritisere og diskutere. (Andersen, I., 2008) Denne hensigt i vigtig, eftersom at opgaven bygger på min forståelse af virkeligheden for Mols-Linien og med henblik på deres fremtidsudsigter som i sidste ende vil resultere i deres exit potentiale.

Fremgangsmåden i min videns produktion bygger på en *induktiv metode* (Andersen, I., 2008). Jeg tager udgangspunkt i den opstillede problemstilling omkring Polaris potentielle værdiskabelse efter købet af Mols-Linien. Jeg ønsker at analysere dette specifikke problem igennem empiriske undersøgelser. Resultaterne af denne case-undersøgelse, skal kunne lede til en generalisering af visse sammenhænge, hvor andre virksomheder og eventuelle beslægtede brancher vil kunne lære af projektets konklusioner. I samspil med min subjektive vurdering og min induktive videns produktion, skaber dette rammerne for at udsøge præcis det jeg ønsker at undersøge.

Mit anlagte undersøgelsesdesign vil i høj grad bygge på sekundære kilder i form af eksisterende datakilder som rapporter, hjemmesideinformationer, statistikker, artikler etc.

3.1.1 KVALITETSKRITERIER

For at den viden, der bliver frembragt i denne afhandling, kan være troværdig, skal to specifikke kvalitetskriterier være opfyldt. Her er det primært undersøgelsens validitet og reliabilitet, der er i centrum (Cumberland, Flemming (2010), *Materiallesamling til markedsføring*, s. 90.). Validiteten i afhandlingen måles ved, at der skal være en tydelig sammenhæng imellem det teoretiske begrebsplan og det empiriske begrebsplan. Argumenterne er veldokumenterede, forankret på troværdige kilder og udtalelser betyder at validiteten i afhandlingen således defineres som værende høj. Samtidig skal undersøgelsens underspørgsmål løbende være relevante for problemformuleringen. Dette er opfyldt gennem en klar struktur og delkonklusioner i løbet af projektet. I forhold til reliabiliteten skal der være sikkerhed i at der

måles, præcist det som ønskes at blive målt. Her bliver der lagt vægt på måleinstrumenternes relation til de indsamlede data (Justesen, Lise og Mik-Meyer, Nanna (2010), *Kvalitative Metoder*, s. 41.). Dette gør sig gældende ved f.eks. scenarieanalyser etc., hvor indsamlingen er sket gennem store international/nationale dataindsamlinger og statistikker. Den viden der er genereret er kontekstspecifik, og vil være begrænset af den mængde information tilgængelig ved projektets afslutning. Denne viden vil over tid blive forældet, da ny information vil ændre forudsætningerne for anbefalingerne. Dette betyder at fremadrettet, vil der kunne dannes et andet billede af virkeligheden, som vil give en anden vurdering af Mols-Liniens nuværende og fremtidige position på markedet. Reliabiliteten er dog høj på kort sigt, hvor resultatet af projektet vil kunne genskabes, med de nuværende informationer tilgængelige. Herved har jeg sikret at den viden jeg har frembragt, kan benyttes af Mols-Linien, og benyttes i videre undersøgelser.

3.1.2 KILDEKRITIK

I vurderingen af benyttede kilder skal jeg forholde mig kritisk til deres troværdighed. Mine sekundære kilder stammer hovedsagligt fra internationale databaser, hvori jeg forventer en høj grad af troværdighed. Derimod har jeg været kritiske overfor data fundet direkte fra Mols-Linien omkring konkurrenceforhold, positionering, regnskaber etc. De benyttede regnskab er reformuleret og performancenøgletal kalkuleret på ny for at opnå et mere retvisende indblik i virksomheden og deres økonomiske situation. Overordnet set vurderer jeg, at de benyttede kilder og anvendt data i projektet har en tilfredsstillende grad af validitet for undersøgelsen.

3.2 TEORI

I forbindelse med at besvare problemformuleringen, er det essentielt at specificere teorien bag ved opkøbet i samspil med de associerede værdiskabende drivers.

Modeller såsom PEST, SWOT, Værdikæde, DCF og APV inddrages ikke, de vil blive benyttet med et kritisk øje igennem opgaven, men antages at være kendte for læseren og teorierne gengives derfor ikke. Regnskabsanalysen og performanceanalysen følger Penman's metode.

3.2.1 LEVERAGED BUYOUTS

Kapitalfonde med *leveraged buyout* aktiviteter har været gængs igennem mange år. I begyndelsen af 1980'erne blev den første kapitalfond etableret med en specialisering indenfor *high levered transactions*, kort efterfulgt bliver reglerne ændret, dette betød at markedet udviklede sig eksponentielt i de kommende år (DVCA, 2014). Efterfølgende, har LBO aktiviteterne haft deres op og nedture, som følgende af markedets fluktuerende bevægelser.

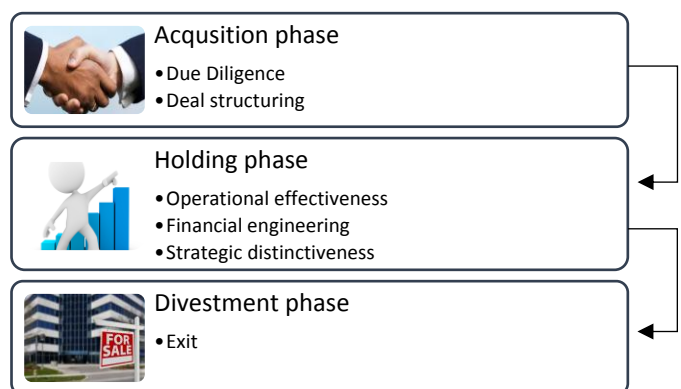
En kapitalfond er en investeringsvirksomhed med et engageret beløb fra private og institutionelle investorer. Fonden investerer direkte i virksomhederne, som bliver udvalgt på basis af et antal kriterier med henblik på at skabe et acceptabelt afkast til deres egenkapitals investorer ved exit. Opkøbene foretages

oftest på ikke-listede virksomheder, men det bliver mere almindeligt at købe børsnoterede virksomheder og derefter tage dem af børsen (DVCA, 2014).

En metode ofte brugt af kapitalfondene, er at erhverve virksomheder ved at benytte en leveraged buyout strategi (herefter LBO), hvor størstedelen af købsprisen bliver finansieret med gæld. Fordelen ved denne tilgang er at opkøbet kræver en begrænset investering fra PE investorerne relativt til værdien af den købte virksomhed, hvilket er essentielt for at skabe et acceptabelt afkast. Igennem årene, har gælds delen i en LBO været oppe og berøre 90% alt afhængigt af stadiet i de finansielle markeder (Steven Kaplan et al, Leveraged Buyouts and Private Equity). I de senere år har gældsniveauet bevæget sig over i mindre risikofyldte niveauer, som i samspil med en historisk lav rente, giver kapitalfondene nogle nye spiller regler på markedet (William Blair – Leverage Finance Market Update 2015).

En LBO indebærer at køber finansierer virksomhedens købspris igennem egenkapital og gæld. Dette giver dem mulighed for at privatiserer virksomheden. Her har været stor diskussion omkring hvilken model som er den bedste, University of Chicago kommer med deres argumenter for at privatisering er favorabelt i visse scenarier. 1) det er muligt for private virksomheder at realisere en lavere cost of capital ift børsnoterede som følge af opnåede skatte fordele ved en øget gældsstruktur, og 2) den nuværende lovgivning medbringer en forøget cost of operating, dette kan f.eks. være igennem afslørings krav, øget risiko for retssager, obligatorisk kommando-og-kontrol af interne procedure, begrænset antal kvalificerede folk til ledelsen og bestyrelsen m.m. (The University of Chicago – The Going-private Phenomenon: Causes and Implications).

På det mest aggregerede niveau, kan en LBO deles op i tre faser; acquisition phase, holding period og divestment fasen (Equity Valuation: Models from the Leading Investment Banks by Jan Viebig et al.). I opkøbsfasen er fokus på at skabe et samspil imellem den udarbejdede due diligence og forhandlingerne for at værdiansætte virksomheden. Efterfølgende i holding perioden, bliver alle strategiske, operationelle og organisations ændringer



FIGUR 2 - EGEN TILVIRKNING, INSPIRATION FRA VIEBIG ET AL.

implementeret, med det henblik at øge virksomhedens værdi og samtidigt reducere gælden substantielt. Afslutningsvis i divestment fasen, er en divestment værdiansættelse essentielt for at opnå det krævede afkast i slutningen af divestment fasen. Denne afhandling vil fokusere på holding period og divestment fasen, dette skyldes at Polaris har købt virksomheden, så her vil kun analyseres på deres købspris af virksomheden og at dette område har en mindre signifikans i en LBO.

Kapitalfonde har mulighed ved exit at følge en af de 3 primære strategier, 1) finde en anden finansiel investor, 2) få virksomheden på børsnoteret igennem en børsnotering, eller 3) en rekapitalisering af virksomheden.

Karakteristika

En kapitalfond har forskellige karakteristika som skal være opfyldt for at udvælge et specifikt target. Overordnet set, opererer en target virksomhed i en moden branche med behov for forandring. Nogle fonde har specifikke kompetencer indenfor en branche og deraf opkøber de primært virksomheder i denne branche. Yderligere har hver fond et antal kriterier som varierer fra fond til fond. Polaris fokuserer primært på 1) en kompetent ledelse, 2) virksomheden er profitabel og besidder en stærk markedsposition og 3) investeringen er af en vis størrelse. Det er ingen direkte regler i selekteringsprocessen af et target, men der er en klar indikation om favorable selektions kriterier blandt traditionelle LBO kandidater (Rosenbaum and Pearl 2009).

Stærke og stabile cash flows

Som følge af den aggressive gældsstruktur en LBO benytter, er det essentielt for virksomheden at have en business model som understøtter periodiske rente betalinger og afdrag. Derfor, har en stærkt LBO kandidat stabile og robuste cash flows, som ofte er drevet af en moden eller niche branche med et stærkt brand og en etableret kunde base (Axcel 2013).

En stærk og ledende markedsposition

I henhold til at understøtte et ønske om stabile cash flows, er en ledende eller forsvarsdygtig markedsposition attraktiv. En førende virksomhed i markedet har bedre muligheder for at udnytte skala fordele, forskanset kunde relation, høj brand værdi osv. Dette styrker adgangs barriererne og øger stabiliteten i virksomhedens cash flows (Macabacus 2014).

Vækst muligheder

Vækstmulighederne, både organisk og igennem opkøb, kan være et skjult potentiale i et LBO target, eftersom at det kan generere mere kapital til gældstilbagebetaling, ligeledes som at kunne forøge EBITDA og deres enterprise value med mere end forventet. Desuden, vil en multiple ekspansion indenfor holding perioden være mere realistisk hvis virksomhed har en stærk vækstprofil, hvilket ligeledes forbedrer afkastet. Oftest vil større virksomheder sælges til en Premium relativt til deres mindre konkurrenter eftersom at de kan drage fordel af skala, lavere risiko og stærkere indkøbskraft osv. (Rosenbaum and Pearl 2009).

Efficiente effektiviserings muligheder

Kapitalfondes mål er at investere i virksomheder hvor operationelle forbedringsprocesser kan implementeres. Dette inkluderer operationel effektivitet, lavere omkostninger, forhandle nye kontrakter

med deres eksisterende leverandører og kunder. Disse effektiviseringsmuligheder må derimod ikke overtrumfe virksomhedens fundamentelle styrke af targets business plan. (Macabacus 2014)

Lave CAPEX krav

Som tidligere berørt, er stabile cash flows et vigtigt element hos en LBO kandidat. Ydermere, en stærk LBO kandidat har oftest begrænsede kapitalinvesteringer eftersom, ceteris paribus, forbedre deres evne til at generere cash flows. Kapitaludsættelse kommer dog i forskellige former, hvorfor det er centralt at skelne vedligeholdelse CAPEX fra vækst CAPEX. Dette betyder at vækst virksomheder ikke bliver fravalgt som følge af signifikante CAPEX krav (Rosenbaum and Pearl 2009).

Management team

Et stærkt management team er essentielt for at facilitere den operationel effektivitets proces under holding perioden. I det henseende hvor ledelsen ikke er tilstrækkelig, vil kapitalfonden indsætte en ny ledelse for at tage hensyn til de kommende investerings målsætninger og i sidste ende øge den tilførte værdi til virksomheden (Axcel 2013).

En holdbar exit strategi

For at en virksomhed er en attraktiv LBO kandidat, kræver det at kapitalfonden har mulighed for at identificere mulige exit potentialer før de engagerer sig i opkøbet. Hvis ingen af deres exit strategier virker realistiske, vil fonden anse projektet værende for risikofyldt, eftersom at det forventede afkast ved exit ikke kan opnås (Rosenbaum and Pearl 2009).

Som tidligere fastlagt, er der ingen karakterfaste regler når der udvælges en LBO kandidat, hvorfor gennemgåede faktorer kan have større indflydelse for visse kapitalfonde. Desuagtet, uanset af faktorerne vil det target virksomheden anstår, kun være attraktivt hvis købsprisen i samspil med den udarbejdede finansieringsstruktur muliggøre et acceptabelt afkast ved exit.

3.2.2 VÆRDISKABELSE I LBO MODEL

Det følgende afsnit vil underbygge det teoretiske grundlag for kapitalfondes evne til at generere værdi i en LBO. Dette afsnit vil primært identificere værdiskabende drivers som er relateret til virksomheden under opkøbet og forhandlings processen.

Der er et antal primære værdiskabende drivers, som har en konkret og direkte effekt på en øget generering af det frie cash flow i virksomheden (Berg and Gottschalg 2005). Driverne bliver omtalt som *værdiskabende* og bygger på forbedringer indenfor *financial engineering*, *operational effectiveness* eller *strategic distinctiveness*. For det andet, er der ikke-operationelle drivers, som ikke direkte påvirker virksomhedens performance, men derimod forbedre den positive performance som kerne driverne generere. Disse faktorer bliver refereret til som sekundære værdiskabende drivers og er relateret til ændringer i organisationen, Corporate Governance og ejer strukturen, som primært består i at reducere agency costs

og udvikle et unikt mentoring system (Loos 2005) Som følgende afsnit vil illustrere, er de primære og sekundære drivers ofte indbyrdes afhængige.

Financial engineering

Dette er et essentielt ben i en LBO, eftersom at der implicit antages at opkøber låner en stor procentdel af den totale købspris, hvilket ofte består af en blanding af forskellige lån fra forskellige typer långivere. Det er optimering af kapitalstrukturen og derved minimering efter-skat cost of capital der anses som den mest anerkendte metode blandt kapitalfonde til at skabe værdi.

Kapitalfonde har en ekstremt god forståelse for kapitalmarkedets mekanismer og kapitalisere på denne finansielle ekspertise ved opkøb. Dette gøres igennem professionel rådgivning ved forhandlingerne til banklån, obligationer, IPO og et aktiesalg forekommer. Dette i samspil med et stærkt netværk i den finansielle branche, giver dem mulighed for at forhandle bedre vilkår end hvad virksomheden ville have mulighed for på egen hånd. Denne reduktion i de marginale agent gælds omkostninger er mulige, fordi at kapitalfonde har længerevarende forhold med de institutionelle udlåns institutioner. Kapitalfonde har typisk en længere historie på LBO gældsmarkedet, med deres gode omdømme på spil. Dette betyder at långivere er mere tilbøjelige til at tilbyde dem bedre vilkår (Baker & Smith 1998; 56; Cotter & Peck 2001; 103). Deres anvendelse af det opbyggede renommé og ekspertise, hjælper en virksomhed at forbedre deres komplekse kapitalstruktur og finde en optimal blanding af egenkapital og gæld (Anders 1992; 80).

Den store mængde gæld en LBO bliver finansieret igennem giver virksomheden høje fradrag berettigede rente betalinger, som giver dem et skatteskjold med en positiv effekt på deres cash flow (Kaplan, 611; Singh; 115). Dette skatteskjold, kan argumenteres for at gøre cost of capital mere eller mindre uafhængig af den finansielle gearing, eftersom at skatteskjoldet fra gælden bliver akkumuleret ved den højere cost of debt. I dette perspektiv, skal skatteskjoldet i stedet for blive set som en facilitator til finansieringen af LBO'en frem for et direkte motiv (Andersen og Melander 2007).

Operational effectiveness

Værdi kan også blive skabt igennem en række operationelle initiativer, hvor en kapitalfond ofte foretager mærkbare ændringer i måden den daglige drift er drevet og organiseret i target virksomheden. Kombinationen af en øget ledelses ejerandel og en høj finansiell gearing, skaber stærke incitamenter for ledelsen at forbedre de *operationelle cash flows* igennem bedre operationel performance (Loos 2005).

Kapitalfonde har stor erfaring i at inkorporerer strengere regimer som forbedret styring af arbejdskapitalen, frasortere ikke rentable investeringsprogrammer og afhænde ikke-nødvendige og underudnyttede aktiver. Historisk har virksomhederne haft et margintalt fokus på dette, men over det seneste årti er virksomhederne begyndt at fokusere på en øget effektivitet og omkostningsbesparelser. Dette reducerer kapitalfondenes kort sigtede fordele fra en restrukturering (Loos 2005). Kapitalfonde er kendt for at have

et vågent øje på virksomhedens omkostningsniveau, i dette henseende er det normalt at de initierer en serie af omkostningsreducerende programmer, såsom at f.eks. forbedre overhead costs eller outsource aktiviteter. Ydermere reducerer kapitalfonde også kapitalkravene ved at udnytte eksisterende aktiver mere efficiente (Berg og Gottschalg 2005).

Ydermere har kapitalfondene en tendens til at aktivt implementere ambitiøse forretningsplaner for target virksomheden, til at generere de nødvendige cash flows til at betale rentebetalinger, deraf forbedre standarden for ledelsens performance (Loos 2005).

Strategic distinctiveness

For at akkvirere en permanent og forbedret performance som forbedrer LBO virksomhedens situation til at servicere deres gæld, repositionerer kapitalfonden oftest virksomheden, ved at gøre strategien mere fokuseret og særpræget (Loos 2005). Den fokuserede strategi involverer bl.a. beslutninger omkring markedspositionering og produkter. Som resultat, bliver diversifikationen af aktiviteter reduceret, forskellige produktlinjer fjernet/tilføjet og inefficente ikke-core drift bliver frasortet (Loos 2005).

Det er vigtigt for en virksomhed at have en strømlinet strategi for fremtiden. Dette betyder at alle i virksomheden fremadrettet ved hvorhen virksomheden skal bevæge sig. Essentielt er dette for en virksomhed ejet af en kapitalfond eftersom at de oftest ønsker at repositionere deres virksomhed (Loos 2005).

3.2.3 ANVENDELSE AF AGENCY COSTS I EN KAPITALFOND

Tilbage i begyndelsen af Kapitalfondenes era var diskussionen, hvis disse, havde opstået som et værktøj til at reducere agent omkostningerne (Kaiser, Kevin et al. 2010). Følgende kriterier kræves opfyldt for at dette er gældende, 1) at deres agent omkostninger kan blive reduceret, 2) det skal være et likvidt marked for virksomheden. Det første kriterie kan argumenteres for at blive mindre og mindre jo længere kapitalfonde opererer på markedet eftersom at de løbende tager de dårligst performende virksomheder og effektiviserer dem (Milne Frank et al, 2010). Det andet kriterie antages at blive bedre og bedre i kapitalfondenes henseende (Elliot, Douglas J., 2015). For at bedre vurdere reduktionen af agent omkostninger i lyset af markedet nuværende situation opstilles tre områder hvori det er muligt at reducere agent omkostningerne. 1) en alignment af deres incitament i ledelseslaget, 2) forbedret corporate governance og 3) frie cash flows til investorerne fremfor at anvende det på negative NPV projekter (Kaiser, Kevin et al. 2010).

De ændringer der forekommer til den operationelle struktur og ejerskab når en kapitalfond overtager et target, giver mulighed for at reducere agent omkostningerne. Værdiskabelse igennem reduktion af agent omkostningerne, er en af de mest omtalte værdidrivere i en LBO, eftersom at det forstærker og supporterer de primære drivere signifikant, som i sidste ende fører til en forbedret performance (Loos 2005).

Størrelsesordenen af agent omkostningerne stiger proportionalt med størrelsen af de frie cash flows (Andersen og Melander 2007). I denne kontekst udgør gæld en signifikant rolle i en LBO, eftersom at det tvinger ledelsen at servicere gældsbetalingerne fremfor at investere dem inefficiënt (Berg og Gottschalg 2005). I samspil med dette giver den høje gæld også et øget incitament fra långiver til at overvåge ledelsens beslutninger.

En anden faktor som reducerer agency costs og genererer værdi for kapitalfonde er deres brug af co-ownership (Loos 2005). Ledelsen er ofte tvunget til at øge deres andel i egenkapitalen, som i sidste ende vil forøge deres incitament til at vækste forretningen. Ydermere vil et skifte i status fra at være leder til at være medejer af virksomheden, medvirke til at skabe større incitament for ledelsen til at søge efter nye muligheder og strategiske træk, hvilket forbedrer deres performance endnu mere (Loos 2005). Yderligere implementeres motivationssystemer i samspil med ændrede medarbejderkontrakter. Dette gør at medarbejderne bliver evalueret og kompenseret på baggrund af deres performance (Berg og Gottschalg 2005).

Virksomhedens Corporate Governance bliver tilpasset således at det forbedrer muligheden for kapitalfonden at overvåge og kontrollere ledelsen (Loos 2005). I modsætning til en investor i en børsnoteret virksomhed, giver LBO transaktion kapitalfonden den fulde fordel ved aktivt ejerskab, eftersom at koncentrationen af egenkapital er større, derved eliminerer man *free-rider* problemet (Andersen og Melander 2007). Dette fører til en mere aktiv præsentation i bestyrelsen og en større involvering i overvågningen, kontrol og beslutningerne, hvilket i sidste ende reducerer agency costs (Loos 2005).

Værdiskabelse i en LBO kan også komme fra skræddersyede mentoring systemer, hvor kapitalfonde aktivt agerer som rådgiver og enablere (Loos 2005). Kapitalfonden bringer yderligere viden ind i target virksomheden, hvor de har udviklet værdifulde finansielle løsninger og besidder industri ekspertise, som benyttes til at assistere ledelsen i virksomheden (Berg og Gottschalg 2005). Dette er værdiskabende for en ledelse at kunne sparre med folk der besidder en stor industrividen, dette betyder at virksomheden får tilgang til en data base af 'best practice' virksomhedens drift, fra et hold som udelukkende beskæftiger sig med dette (Berg og Gottschalg 2005). Dette bekræfter Ernst & Young i deres årlige undersøgelse af kapitalfonde, hvor de specifikt er inde og vurdere CFOs og CEOs evner under en kapitalfonds ejerskab. (Ernst & Young, 2015)

Afslutningsvis i agent omkostningerne er det vigtigt at have givet ovenstående incitament til ledelsen for at undgå at de fremfor at skabe værdi for virksomheden kun ønsker at forøge virksomheden. Dette betyder at ledelsen nu har et større incitament til at afvise projekter med en negativ NPV fordi at de går ind og destruerer værdi i virksomheden, og i sidste ende deres egne lommer. Yderligere ses en direkte korrelation imellem hvis en virksomhed er ejet af en kapitalfond performer bedre og har en mindre sandsynlighed for

at gå konkurs (Cotter og Peck, 2001). Foruden gennemgåede værdiskabende drivers, som kan direkte relateres til organisationsændringer, er der faktorer vis værdi ikke kan udledes direkte fra den underliggende performance (Berg og Gottschalg 2005). Disse faktorer bliver normalt refereret til som *financial arbitrage* med en relation til enten asymmetrisk information, kapitalmarkedernes ineffektivitet eller kapitalfondes veludviklede forretnings færdigheder til at forhandle den bedste aftale. Alle tre faktorer forbedrer værdien af LBO yderligere ift. den værdiskabelse skabt ud fra den underliggende performance i virksomheden. Men det har endnu ikke været muligt at kortlægge den direkte effekt af disse værdiskabende variable (Berg og Gottschalg 2005).

3.2.4 GÆLDS INSTRUMENTER OG OPKØBSSTRUKTUR

Som tidligere berørt, finansierer kapitalfonden opkøbet med en stor del gæld. I det følgende afsnit vil der sondres omkring gældsinstrumenter til at underbygge det. Yderligere vil strukturen af opkøbsprocessen blive revideret i form af etablering af holdingselskaber samt konceptet debt push down.

Gældsinstrumenter

Ved udstedelse af gæld til en LBO, bliver en bred vifte af gældsinstrumenter med varierende vilkår og betingelser benyttet til at sammensætte finansieringsstrukturen. De forskellige vilkår vedrørende gældsinstrumenterne inkluderer sikkerhed, seniority, varighed, coupon og covenant, som har en indflydelse på risikoen, omkostningerne og fleksibiliteten i lånene (Rosenbaum og Pearl 2009).

Ved at inkludere forskellige instrumenter i finansieringsstrukturen, giver det mulighed for kapitalfonden at tilpasse strukturen til deres ønske. Gælden bliver rankeret ift. vilkår. *Seniority* referer til kreditorernes fordringer relativt til andre kreditorer, som er afhængig af lånets sikkerhed. Dette betyder at jo højere seniority lånet har, vil det alt andet lige, resultere i en lavere risiko og derved en lavere cost of capital. De billigste lån er derimod kendetegnet ved at være mindre fleksible og indeholde strengere tilbagebetalingskrav (Rosenbaum og Pearl 2009).

Banklån repræsenterer det gældsinstrument med højst *seniority*, hvilket ofte er det primære byggepæl i en finansieringsstruktur til et opkøb. Bank lån bliver også omtalt *senior secured credit*, som tilbydes ved de tre lånetyper (Andersen og Melander 2007). Banken vil oftest have et krav til pant i virksomhedens aktiver for en senior lånetype. Det er mest hensigtsmæssigt at placere denne type af lån nærmest virksomhedens operationelle aktiviteter. Banklån kan opdeles i forskellige typer, hvoraf de mest almindelige er Term Loan A (TLA) og Term Loan B (TLB) (Andersen og Melander 2007).

Det første lån i *seniority* rækkefølgen er TLA, som oftest bliver struktureret som annuitetslån, efterfulgt af TLB, som primært består af stående lån. Udover tilbagebetalingsstruktur og seniority, vil de forskellige typer have tilknyttet forskellige coupons og varigheder. Endvidere kan target virksomheden tilpasse deres

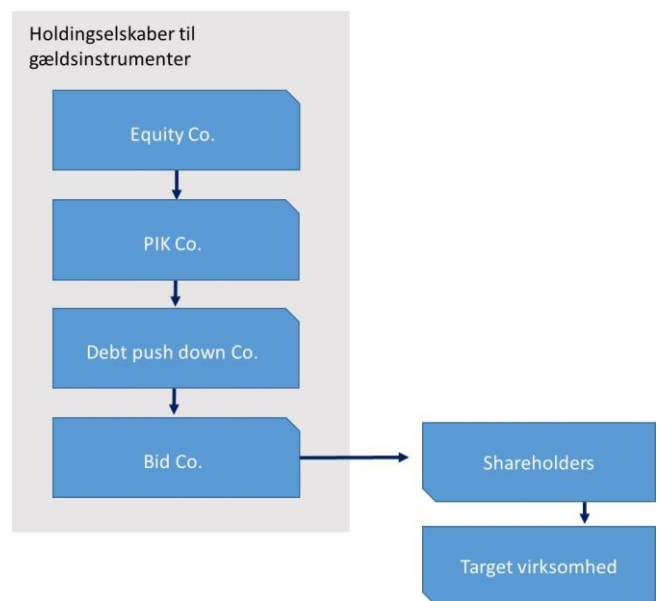
revolverende facilitet til likviditetsformålet af sin drift, f.eks. ved sæsonudsving, CAPEX krav, driftskapital m.v. (Rosenbaum og Pearl 2009).

Udover banklånet, anvendes også mere risikofyldte gældsinstrumenter i en LBO transaktion, dette inkluderer mezzanine gæld, Payment in Kind lån og høj risiko obligationer. Disse typer lån anvendes hvis gældsniveauet er oversteget det niveau som senior långivere er villige er udlåne eller hvis der ikke er et cashflow til at servicere gælden. Payment in Kind lånet til kapitalfonde er opbygget således at det ikke udbetaler nogle Cash flows i løbetiden, men i stedet har opbyggende renter frem til udløb eller refinansiering (Andersen og Melander 2007). I andre PIK finansieringsformer kan det også betyde at renterne følger en anden betalingsform end kontanter. Både Mezzanine gæld og høj risiko obligationer er generelt kendetegnet ved længere løbetid, højere omkostninger og mindre regulerede pagter.

Finansieringsstrukturen er direkte afhængig af det økonomiske stadie samfundet befinder sig i. Hvorledes det påvirker det totale gælds niveau som bliver optaget af kapitalfonden for opkøbet af Mols-Linien vil blive diskuteret i afsnit 13.2 Ejerandel og Finansiering. Tilbagebetalingens planer og lånevilkår er oftest tilpasset den enkle case, afhængig af target virksomhedens karakteristika sammen med kapitalfondens historik (Greisen 2013).

Opkøbs struktur

Når den tilbudte købspris af target virksomhedens aktier bliver accepteret, bliver samtidigt et antal holding selskaber etableret med det henblik, at optage ny gæld and købe target virksomheden ud. Årsagen til at kapitalfonde etablerer flere holding selskaber er primært for at tilpasse kontrol og risiko, ligeledes som at anskueliggøre fordelsagtige skatte arrangementer. Herved kan gældsinstrumenterne blive separeret, med de lån af højst *seniority* bliver placeret tættest på target virksomheden. Figur 1 viser en mulig struktur, som vil varieres alt efter hvilke gælds instrumenter som benyttes.



FIGUR 3 - UDARBEJDET MED INSPIRATION FRA ANDERSEN OG MELANDER (2008)

Figuren kan opdeles i køber og sælger, hvori venstre side af figuren afspejler strukturen nødvendig for at

køber kan finansiere købet af sælgers virksomhed. Her illustreres sælger i højre side bestående af et dusin ejere (shareholders) som ejer target virksomheden. Øverst i figuren, placerer kapitalfonden deres egenkapital bidrag i *Equity Co.* Herefter anvendes en række holding selskaber med det henblik at optage ny

gæld igennem forskellige gældsinstrumenter. PIK gæld er placeret lige efter egenkapital som følge af den høje risiko knyttet til produktet i *PIK Co. Debt push down Co.* er det holding selskab med mest *seniority* lån. Kreditorerne får sikkerhedsstillelse i aktier tilknyttet target virksomheden og holding selskabet. Det sidste holding selskab *Bid Co*, får hele købssummen fra de tre andre holding selskaber, til at købe target virksomhedens aktier fra virksomhedens shareholders (Andersen og Melander 2007).

Imidlertid, den gæld som stiftes i Debt Push Down Co er som nævnt tidligere betinget med en *debt push down*. Nævnt består af et antal planlagt transaktioner imellem kreditor, køber og den ny indsatte bestyrelse med det henblik at refinansiere lånene. Derved vil den optagede gæld blive flyttet over i target virksomheden for at kreditoren kan blive placeret tættere på aktiverne som genererer cash flows. I praksis, vil gælden blive flyttet ved brug af en *double exposed* låneaftale. Denne type aftale bygger på at target virksomheden låner et beløb ækvivalent med beløbet optaget af kapitalfonden. Target virksomheden betaler den optagne gæld som dividende til Debt Push Down Co., som kan benyttes til at tilbagebetale gælden. Dette betyder at gælden nu er flyttet ned i target virksomheden, hvor banken har opnået første prioritets sikkerhed for de udstedte lån. Samtidigt opnår kapitalfonden fuld kontrol over aktierne eftersom at disse ikke længere bliver holdt som sikkerhedsstillelse af banken. Lånet optaget i PIK er dog ikke afhængig af *push down*, derfor er disse lån sikret med cash flow garantier og kan ikke blive placeret i target virksomheden.

I forbindelse med gældsfinansieringen, er det vigtigt at opkøbet er struktureret juridisk korrekt ift. lovgivningen om selv-finansiering. Dansk lovgivning forbyder en virksomhed at tilbyde lån eller anden sikkerhed for finansiering af aktier i den samme virksomhed (Plesner 2013). Igennem planlægningsforløbet vurderer kapitalfonden vigtigheden af dette. Der kan i praksis opstå situationer hvor gælden ikke vil flyttes ned i target virksomheden som følge af juridiske komplikationer som følge af selv finansieringen.

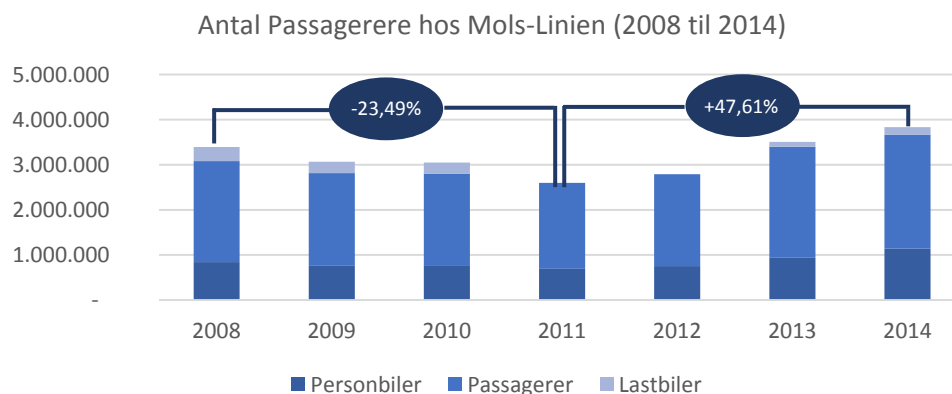
4.0 MOLS-LINIEN SOM TARGET

Dette afsnit har til hensigt at danne et overordnet billede af Mols-Linien, hvor mere specifikke effekter vil blive analyseret i næste kapitel.

Mols-Linien er en transport- og servicevirksomhed, med den hensigt at tilbyde privat- og erhvervskunder færgeoverfarter over Kattegat. De har siden 2008 og frem til 2013 haft hård modvind i sejlene ud fra deres driftsresultater, det ses derimod også at de har formået at vende skibet og produceret positive driftsresultater i de seneste år. Her realiserede de en forventning til en fordobling i årets resultat i 2015 ift. 2014.

De opererer på to ruter, jf. Bilag 1, sejlet af tre skibe (hhv. Katxpress 1, Katxpress2 og Max Mols), hertil har de i 2016 valgt at investere yderligere for at opnå en højere kapacitet og imødekomme den øgede interesse fra deres kunder. En investering som på nuværende tidspunkt estimeres til 800 mio. DKK. Deres to ruter, Odden til Århus og Ebeltoft Havn til Århus, er Odden til Århus den primære rute, som har set en stigning på 42% over de seneste fem år. Deres rute Ebeltoft havn til Århus har derimod oplevet en reduktion i antal passagerer med 90% over en femårig periode, dette skyldes at denne rute ikke har været aktiv i de seneste år og først er ved at blive åbnet nu.

Figur 4 illustrerer at siden 2008 og frem til 2011, oplevede de et fald i antal passagerer på 23,49%. De næste fire år oplevede de en stigning i antal passagerer år på 47,6%.



FIGUR 4 - ANTAL PASSAGERE MED MOLS-LINIENS FÆRGER (SJÆLLANDS ODDE - ÅRHUS & SJÆLLANDS ODDE - EBELTOFT) 2008 TIL 2014, EGEN TILVIRKNING, KILDE: MOLS-LINIENS AR 2007/08 TIL 2013/14

Faldet fra 2008 og frem til 2011 skyldes primært en høj oliepris, dette realiseres ved udgangen af 2008, hvor Mols-Linien overskred deres brændstof budget med 24% (Mols-Linien AR 2009). Dette fik straks konsekvenser for Mols-Linien, konsekvenser de kæmpede med frem til 2011. Siden 2011, er det begyndt at lykkedes dem at få overbevist forbrugerne at deres løsning er den hurtigste, bedste og billigste.

Som følge af de massive problemer Mols-Linien udlevede i 2008 forlod bestyrelsesformanden og flere bestyrelsesmedlemmer (Mols-Linien ÅR 2009) og blev erstattet af et nyt hold. Dette nye hold har formået de kommende år at gøre færgeoverfart til en lukrativ forretning igen. Det har ikke været muligt at finde årsagen til at de forlod, men det antages at være følger fra den finansielle krise.

4.1 DET DANSKE SKIBSFART MARKED

I Danmark er det danske skibsfart marked meget opdelt, Mols-Linien forbinder nautisk Sjælland og Jylland. I samspil med at DFDS forbinder København og Oslo. Stena-Line forbinder Danmark og vest Sverige. For et overblik over færge overfarter i Øresund, se bilag 2.

Dette marked kan karakteriseres ved at færgbranchen består af mange små virksomheder, med et begrænset antal større aktører. Af store konkurrenter vurderes Stena-Line, Viking Line, ColorLine og Tallink Silja Line at have den største kapacitet baseret på antal ruter i Øresund.

Det danske skibsfart marked er kendetegnet ved mange små aktører, dette betyder at hvis Mols-Linien fremadrette ønsker at udvide deres ruter. Vil der være mulighed for at købe op og effektivisere andre ruter. Det vurderes her at ruter som ejes af det danske skibsfart rederi, hvilket inkluderer bl.a. FanøFærgen, SamsøFærgen og BornholmerFærgen, er ruterne hvor vis Mols-Linien ønsker at ekspandere, vil gøre det igennem opkøb af en af disse færger.

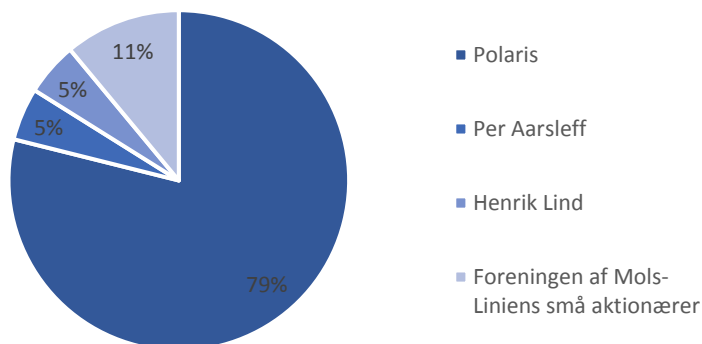
Dette betyder ligeledes at mange af virksomhederne er for små til at blive børsnoteret, dette vil komplicere opgaven senere hen, når både en peergruppe skal defineres og yderligere når en markedsexit og multiple estimeres.

4.2 MOLS-LINIEN HISTORIE

Deres første færgeforbindelse, mellem Ebeltoft og Sjællands Odde blev oprettet i 1966. Dette har siden hen skabt fundamentet for Mols-Linien som igennem mange år har været ejet af en Dansk Investeringsfond, men som velbekendt blev købt af Polaris i 2015, hvori de nu er den største aktionær. Åbningen af Storebælts broen i 1998 gav anledning til en større omlægning i færgeoverfarterne imellem Jylland og Sjælland. Her blev Mols-Linien den overlevende, hvor Scandlines og Cat-link nedlagde deres ruter. På den ene side stjal Storebælt broen en massiv andel af markedet for transport, men samtidigt blev de nævnte konkurrenter nedlagt. Derved blev Mols-Liniens marked reduceret, men ligeledes blev konkurrenterne. I 1999 viste det sig at omlægningen gav gevinst både med henblik på deres omsætning men også markedsandelene (Mols-Linien ÅR 2010). I 2008 havde finanskrisen en stor indflydelse på Mols-linien (Mols-Linien AR 2009) som følge af de markant stigende oliepriser som bevægede som op imod 150 USD pr. tønde som i samspil med at Mols-Linien øgede billetpriser igennem et olietillæg gav dem både en nedgang i antallet af rejsende, men også en markant stigning i deres omkostninger.

4.3 EJER STRUKTUREN I MOLS-LINIEN

En interessant faktor i en LBO er den ejerandel kapitalfonden kan tilnærme sig, optimalt set vil en kapitalfond opnå 100% ejerandel (Loos 2005). Dette skyldes at de opnår fuld kontrol over virksomheden og derved har muligheden at træffe beslutninger på egen hånd. Af samme årsag ønsker en kapitalfond at få taget virksomheden af børsen, eftersom at være på børsen kommer med et stort ansvar i forhold til ens investorer (Forbes.com, 2013). Dette ansvar bortfalder ved at opnå en høj ejerandel



og muliggøre en privatisering af virksomheden. Det betyder at ledelsen

FIGUR 5 – EJERSTRUKTUR FOR MOLS-LINIEN EGEN TILVIRKNING, DATA HENTET FRA NYHEDSDATABASER OG SAMMENSAT, DATA HENTET D. 15/3/2016

fremadrettet ikke behøver at servicere diverse interessenter, men kan fokusere på virksomhedens langsigtede strategi og på at foretage en professionel implementering af denne strategi. Et andet vigtigt element ved en privat virksomhed er distancen imellem tanke og handling, med det menes at hvis der er behov for ændringer i virksomhedens drift, corporate governance eller lignende, vil det være muligt at foretage disse før det måske er for sent.

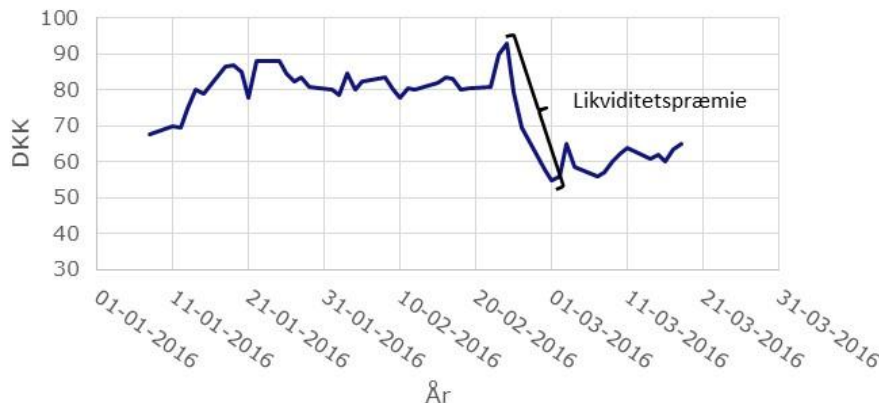
I Mols-Liniens ejer strukturkerne består af Polaris, to store investorer fra Jylland, hhv. Henrik Lind og Per Aarsleff og de resterende småaktionærer. Polaris har formået at købe sig til størstedelen af aktierne og ligger i skrivende stund på 78,9%, dette betyder at de ikke har fuld kontrol og derved stadigt skal tilrette se en mindre skare investorer. De har stadigt deres købs tilbud på 40,00 DKK per aktie ude i markedet, som i øjeblikket står til udløb d. 24 april 2016. Investorerne Henrik Lind og Per Aarsleff ejer omkring 5,0 % hver. Henrik Lind har udtalt at hans ønskede mængde ligger på 10% og derved kan det antages at han bliver en konkurrent til Polaris vedrørende små aktionærernes aktier. I øjeblikket er her tale om en situation hvor to aktionærer har udtalt til markedet at de ønsker at købe flere aktier, samtidigt med at en ejer skare på 11% af Mols-Liniens markedsværdi sidder med aktier uden en likviditetspræmie (dette vil blive berørt i næste afsnit). Det vurderes at de tre store investorer ikke ønsker at sælge en andel af deres aktier og hvorvidt små aktionærerne vil sælge er ligeledes uvist. Det kan antages som privat investor at sidde med illikvide aktier, ikke er en favorabel position. Herved er der op til 11% Mols-Linien aktier som muligvis bliver solgt til markedet. Der er de seneste år blandt private investorer begyndt at danne sig en trend ved virksomheder som kapitalfonde investerer i. Her er begyndt at skabes en tendens til at den private investor have en bid af

kagen og bibeholder derved sin ejerandel (Fortune.com, 2016). Dette kan pege på at Mols-Liniens små aktionærer ikke ønsker at lade skibet sejle uden dem.

4.4 LIKVIDITETSPRÆMIEN FOR MOLS-LINIEN

En likviditetspræmie er den værdi aktien forøges med som følge af at være noteret på børsen. Dette simplificerer handel med aktien og i sidste ende gør at aktien er mere omsættelig. Yderligere er her

» Aktiekurs for Mols-Linien i 2016



FIGUR 6 – ILLUSTRERING AF LIKVIDITETSPRÆMIEN, EGEN TILVIRKNING

tilknyttet en likviditetsrisiko der både påvirker pris og det forventede afkast (Lasse Heje Pedersen, 2015). I praksis anvendes det ofte at tillægge en øget risiko i ens kapitalomkostninger som følge af illikviditet. Damodoran argumenterer at det afspejler den risiko knyttet til en aktie udenfor

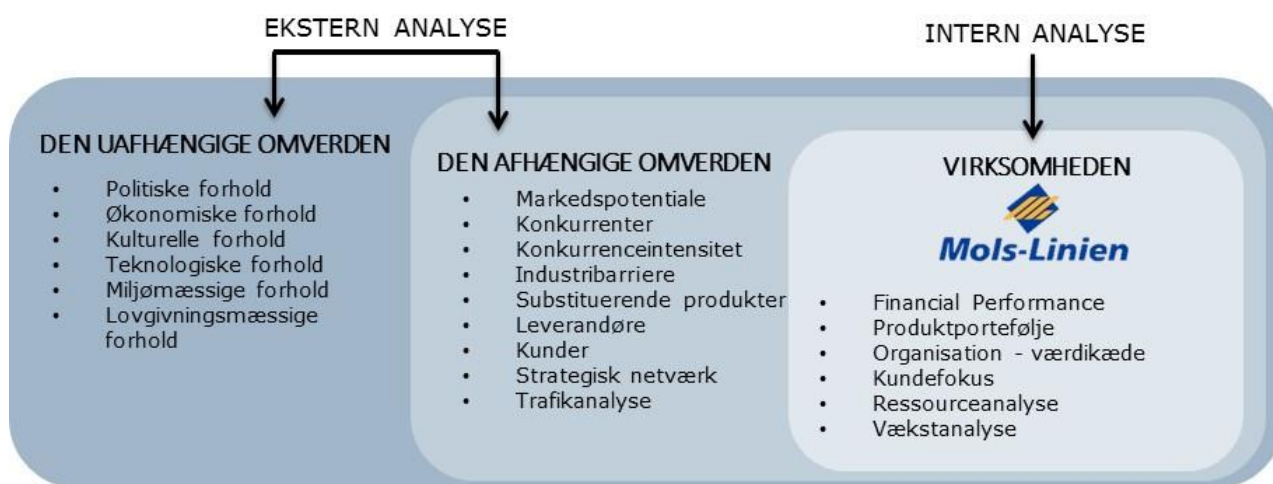
aktiemarkedet. Han argumenterer senere hen at man skal se denne præmie for værende et tillæg til den yderligere risiko virksomheden har og at denne præmie vil ligge omkring 4,00 % (Damodoran, 2008).

Nyheden omkring børsnoteringen kom onsdag d. 24/2/2016 med en kurs ved udgivelse på 93 kr. Fem dage senere d. 29/2/2016 lukkede kursen i 55,50 kr. (Børsen.dk, 2016). Ud fra dette kan man diskutere hvorvidt faldet repræsenterer Mols-Liniens likviditetspræmie. Imellem d. 24 og d. 29 er den eneste nyhed omkring Mols Linien, den annonceringen fra NASDAQ om at Mols-Linien må afnoteres af Polaris.

I dette tilfælde er det derved muligt at fastlægge et 'rough estimate' for Mols-Liniens likviditetspræmie, hvis der kalkuleres en teoretisk kurs ud fra de givne informationer. Hvor først fastlægges hvilken rente som benyttes til at få en kurs på 55,50 kr. og derefter hvilket tillæg som giver en kurs på 95,00 kr., som var tilfældet for Mols-Linien før børsnoteringsnyheden blev udgivet. Vil der ud fra disse to rente estimerer kunne kommenteres yderligere på den likviditetspræmie der er knyttet til aktien. På nuværende tidspunkt kan der ikke estimeres denne rente, men kun at der eksisterer en likviditetspræmie for Mols-Linien og at investorerne i dette tilfælde vurderer den til 40,50 kr. (95,00 – 55,50). Hvis dette konverteres til en markedsværdi reduktion for Mols-Liniens aktionærer, ses et samlet tab for aktionærerne på 600 mio. DKK (Finans.dk, 2016).

5.0 INTRODUKTION TIL ANALYSEN

Fundamentet som Mols-Linien er bygget på, er essentielt at fastlægge for at kunne komme med realistiske antagelser omkring fremtiden for virksomheden. Her kigges primært på de ikke-finansielle værdidrivere, her menes makroøkonomiske, branchespecifikke og de selskabsinterne, dette skyldes at omverdenen påvirker Mols-Liniens forretningsområde og derved deres fremtidige vækst som skal benyttes i budgetteringen. Yderligere vil en dybdegående analyse af det danske trafiknet fastlægges. Dette vil benyttes senere i opgaver sidestillet med deres finansielle drivere for at afslutningsvis kunne estimere Mols-Liniens teoretiske markedsværdi. Analysens struktur jf. figur 7, illustrerer at analysen begynder med at vurdere den uafhængige omverden, dernæst den afhængige og afslutningsvis bliver Mols-Liniens interne aktiviteter og kompetencer analyseret i forhold til det fundne.



FIGUR 7 – STRUKTUR OVER ANALYSEN, EGEN TILVIRKNING

6.0 EKSTERN ANALYSE

Udgangspunktet for den eksterne analyse, er transport- og servicevirksomheder på det danske marked. Igennem analysen tages udgangspunkt i at fastlægge faktorer, som har en indvirkning på Mols-Liniens markedsværdi.

6.1 DEN UAFHÆNGIGE OMVERDEN

Formålet med at kortlægge den makroøkonomiske omverden, gøres for at skabe et billede af deres nuværende situation og hvilke vurdere hvilke faktorer, der fremadrettet vil kunne påvirke Mols-Liniens 's fremtidige indtjeningssevne. De miljømæssige beslutninger der vedrører Mols-Linien, bliver besluttet af regeringen. Derved sammenslås de politiske og de miljømæssige forhold. Modellen er visualiseret i bilag 8, hvor jeg yderligere har vurdereret de enkelte påvirkninger på Mols-Linien.

Politisk, lovgivning og miljømæssige forhold

Mols-Linien er en national virksomhed, som kun sejler i Danmark. Som følge af dette er de primært underlagt den danske lovgivning og søloven, begge lovgivninger er strengt reguleret af regeringen med et stort fokus på at forbedre Danmarks miljø. Derved har Danmarks trend imod grønnere trafik en stor indflydelse på Mols-Liniens fremtidige indtjeningssevne. Denne grønne trafik politik omhandler bl.a. EU's krav omkring reduktion af Sulfur emissioner, infrastrukturens udvikling, reduktion i CO2 udledning, omlægning til el på det danske tog net m.v. Her har den Danske regering allerede forpligtet sig til at reducere CO2 udslippet (Trafikministeriet, 2015).

Udviklingen i Danmarks infrastruktur de seneste fem år definerer begyndelsen af en ny era, en era der bygger på en mere bæredygtig model som følge af politiske beslutninger, dette skyldes at på nuværende tidspunkt kommer 15,1 % af Danmarks CO2 udslip kommer fra transportsektoren (Transportens energiforbrug og CO2-emissioner, ens.dk). Energistyrelsen arbejder med implementering af målene for mere vedvarende energi og større energieffektivitet i transporten, hvor selve effekten af disse beslutninger vil fastlægges i trafikanalysen afsnit 7.3. Infrastrukturen i Danmark kan deles op i banetrafik og vejtrafik, hvor de politiske beslutninger vægter mest i banetrafikken og mindst i vejtrafikken (Trafikministeriet, 2014). Et eksempel på dette er regeringens nuværende planer om at følge kravet fra EU vedrørende en reduktion af CO2 udslippet, en del af denne reduktion ønsker de kommer fra den danske infrastruktur. Dette vil blive imødekommet igennem en omlægning af det nuværende toget til 100% el. Figur 8 illustrerer hurtigtog net i Danmark, på nuværende tidspunkt er kun



FIGUR 8 – HURTIGTOG NET I DANMARK, KILDE: TRAFIKSTYRELSEN

24% af toget elektronisk (Danmarks Statistik, 2015), et skifte til et fuldt el-net, hvor Jylland kræver de største investeringer, estimerer at reducere CO2 udslippet med 170.000 ton pr. år. Samtidigt har Togfonden DK besluttet at indsætte 250 KM/t toge fra Vestfyn, en ny bro der fører over Vejle fjord og en direkte bane mellem hovedbanegården og Hasselager. Det estimeres at hurtigtog vil realisere en tidsbesparelse imellem Odense og Århus for kunden med 38 minutter hver vej (Transportministeriet, 2015). Der vil blive foretaget en dybere analyse af mulige investeringsscenarier for den danske infrastruktur i den kommende trafikanalyse.

Yderligere opstiller senest udgivne rapport fra Trafikstyrelsen en model for Kattegat forbindelsen, som vil have en negativ indflydelse på Mols-Linien, her estimerer de en rejsetid på 58 minutter altså rejsetidsreduktion på godt en time (Kattegat rapport af Trafikministeriet, 2014). På nuværende tidspunkt

har staten ikke mulighed for at finansiere denne broforbindelse uden investorer udefra, de argumentere med at ud af et budget fremadrettet på 200 mia. DKK, ikke er nok til at kunne finansiere en bro til 130 mia. DKK, eftersom at de må gå for meget på kompromis. Derved estimerer Trafikstyrelsen at en Kattegat forbindelse tidligst kan åbne i midten af 2020. Hvis den bliver realiseret vil den reducere Mols-Liniens forretningsområde i et større omfang. Det som på nuværende tidspunkt peger på at regeringen kan beslutte at bygge den alligevel, er problematikken vedrørende knapkapaciteten på lillebæltsforbindelsen. Her er maksimum ved at være nået (Trafikministeriet, 2014).

Sidestillet med de miljømæssige krav, ønsker regeringen at fjerne bro afgiften fra Storebælts broen (Milliardgevinst ved at fjerne brugerbetaling på Storbæltsbroen, FDM.dk). Hvis denne bro afgift fjernes, vurderes det at øge incitamentet for forbrugeren til at tage broen frem for andre transport midler og derved reducere sandsynligheden for at Mols-Linien bibeholder deres nuværende markedsandel.

Tilbage i 2010 besluttede EU at Sulfur emissionen skal reduceres fra et niveau på 1,0% til 0,1%. Dette betyder at som følge af den politiske beslutning overvejede Mols-Linien at skifte over til Marine Gas Oil med 0,1% som ligger på et omkostningsniveau 40-50% lavere end ved almindeligt brændstof til skibe. I forlængelse af dette krav har Mols-Linien udarbejdet et projekt som på nuværende tidspunkt er sat på pause, et projekt der giver dem mulighed for at tilføre denne brændstof kilde på deres skibe hvis nødvendigt. Dette benyttes allerede i Norge til stor tilfredshed og er i gang med at blive implementeret i Danmark indenfor anden skibsfart (Optimering af LNG/batteridrift for dansk indenrigs færgefart, mst.dk). Som følge af at de ikke er skiftet endnu, ligger deres skibe på et højt brændstof niveau, ydermere anvender de en mere volatil brændstofsart i forhold til naturgas (Should you convert to Natural Gas now that oil is cheap?, 2015, Forbes.com).

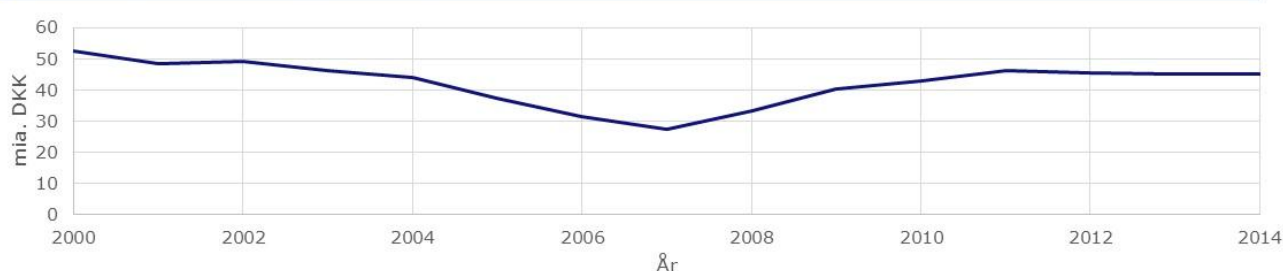
Regeringen regulerer mange instanser som følge for Mols-Linien, hvilket giver dem højere omkostninger, flere reguleringer og en eksisterende sandsynlighed for at deres marked bliver reduceret gevaldigt. En beslutning fra regeringen som kommer Mols-Linien til fordel er reducerede bil afgifter til 150% af bilens værdi. Denne afgift vil bevæge sig ned af stigen og resultere i at Danmarks befolkning vil være mere tilbøjelig til at købe en ordenlig bil. Yderligere hvis det antages at en dansk borger har et bestemt beløb at købe bil for, vil det alt andet lige, resultere i at kunden får en bedre bil. Dette betyder at 1) flere beboere i Danmark vil have bil og 2) at de ejede biler vil være af bedre kvalitet. Dette kan resultere i et skifte i forbruger præference fra togtrafik over til biltrafik, som vil være favorabelt for Mols-Linien.

Økonomiske forhold

Velstandsniveauet kan argumenteres for værende en væsentlig parameter for Mols-Linien, da det har betydning for indbyggernes købekraft og deres dertilhørende interesse for forskellige transport muligheder. Mols-Liniens produkter er rettet imod billister som enten ønsker en reduceret rejse tid eller en pause på

reisen. Dette gør at Mols-Linien er følsom over for konjunkturudsving, hvor de vil være mere følsomme end togbranchen og mindre følsomme end flybranchen. Danmarks konjunkturer følger til dels den globale trend som følge af finanskrisen og det anses her at Danmark er på vej ud af lavkonjunktureren. I perioder hvor et land operer i lavkonjunktur vil indbyggerne være mere forsigtigt med at anvende flere penge end de har. Mols-Linien vil derved blive påvirket i tider hvor forbrugerne er mere prisbevidste. Derved er der en sandsynlighed for at de vil vælge konkurrenten frem for dem. Danmark har ligesom mange andre lande svært ved at komme ud af lavkonjunktureren. Dette illustreres for alvor i figur 9, hvor Danmarks nationale gæld har været stigende siden finanskrisen, udgjorde i 2014 45,10 % af Danmarks BNP (Danmarks Statistik).

» National gæld i Danmark (2000-2014)

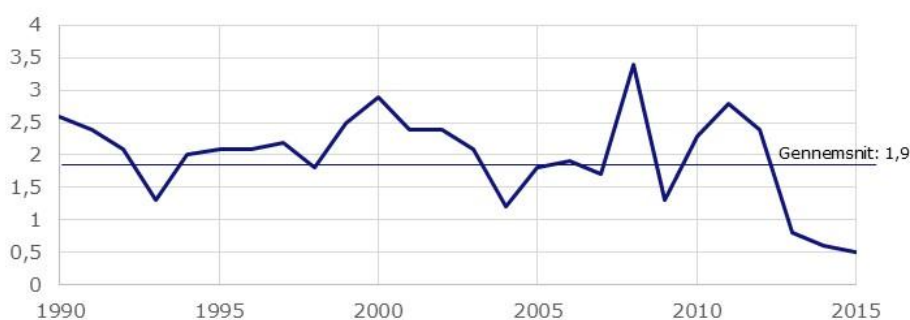


FIGUR 9 - DANMARKS NATIONAL GÆLD (2000-2014), KILDE: DANMARKS STATISTIK, EXCELARK: GÆLD

Selvom Danmark har oplevet en stor stigning i deres gæld, har de samtidigt også oplevet en stigning i deres BNP. Denne BNP vækst er estimeret til at stige til 1,3% i 2016 og 1,8 % i 2017 (Udsigt til forsat fremgang på arbejdsmarkedet, nationalbanken.dk). Det er svært at vurdere hvis den stigende gælds andel af BNP er et faresignal for en fremtidig krise (The Global Debt Clock, The Economist). Her vurderes det at hvis trenden foresætter, vil lande med en høj gæld kunne risikere at komme i lignende konkurs situation som Grækenland i øjeblikket oplever og derved i værste scenarie begynde en gældskrise. Danmark ligger stadig et godt stykke under EU's kritiske grænse på 60% (EU Lovgivning).

Som nævnt, kan det argumenteres for at Danmark er på vej ud af en lav konjunktur. En måde at sætte gang

» Inflation i Danmark (1990-2015)



FIGUR 10 – INFLATION (1990 TIL 2015), KILDE: DANMARKS STATISTIK, EXCELARK: INFLATION

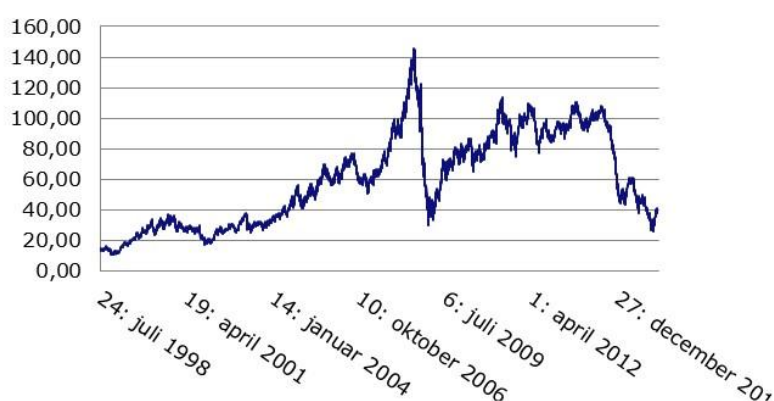
i en økonomi, er at reducere den nominelle lånerente som følge af en lavere inflation. Dette giver gøres for at realrenten skal forblive på samme niveau. Denne løsning er meget kortsigtet eftersom at den opererer med et lavere

inflations niveau end ønsket i et land. Danmarks sår efter krisen kan ligeledes bemærkes i det nuværende inflationsniveau som ligger på 0,5 %, hvilket er det laveste niveau i 15 år. De seneste 15 år har den det gennemsnitlige inflationsniveau i Danmark ligget på 1,90 %.

Selvom et lands økonomi ikke vokser af lave renter, nyder andre rigtig godt at denne nuværende markedssituation. For en kapitalfond som låner store dele af købesummen, betyder det at f.eks. kapitalfonden har behov for et lavere cash flow for at kunne låne et identisk lånebeløb (Lave renter kan redde kapitalfonde, Maj Invest 2012). Hvis effekten af dette er positiv eller negativ afhænger af den individuelle kapitalfond. Her kan argumenteres for at som følge af lavere renter, vil kapitalfonden gå ind i dårligere projekter, men på den anden side kan en kapitalfond som har svært ved at opnå det nødvendige lånebeløb, vil dette åbne flere døre og derved øge paletten af muligheder en kapitalfond har.

Størstedelen af Infrastrukturen forbedringsområder bliver finansieret af state, illustrering vedlagt i bilag 3. Yderligere er her mulighed for at få EU-støtte, som var scenariet med Øresundsforbindelsen, andre mellemstore og mindre projekter. Dette betyder at hvis Danmark søger om støtte, kan dette være med til at realisere Kattegat forbindelsen tidligere.

» Oliepris USD. per tønde (1998-2015)



Transportbranchen er meget afhængig af prisen på olie, noget branchen i øjeblikket nyder godt af, som følge af den store priskrig på oliemarkedet. Noget der er blevet bevist tilbage i tiden med de høje omkostninger Mols-Linien realiserede tilbage i finanskrisen. Olieprisen er illustreret i figur 11.

FIGUR 11 – OLIEPRIS (1998 TIL 2015), KILDE: ECONOMIC RESEARCH, EXCELARK: OLIEPRIS

Olieprisen er faldet siden 2015, hvor amerikanske olieselskaberne i øjeblikket producerer olie med marginale profitmarginier. For at olie er profitabel at producere for f.eks. USA kræver det at prisen ligger over 36,20 dollars per tønde, for Rusland og Saudi Arabien m.v. ligger den under 20,00 dollars. Hertil kan det vurderes at olieprisen i øjeblikket er ligger tæt på en break even for USA, men langt fra i andre lande. Dette betyder at den har mulighed for at falde betydeligt endnu (Why Can Russia Compete with Saudi Arabia, Robert Scott, 2015). Det er rygtet at årsagen til det drastiske prisfald tilbage i 2015, skyldes at USA ønsker at reducere indtjeningen fra olie hos de andre lande, mest omtalt Rusland (Krauss, 2015). Denne konkurrence forventes at forsætte et stykke tid endnu ud fra Krauss antagelser og derved må det antages at Mols-Liniens konkurrenter kan købe billig olie i den nærmeste fremtid. Mols-Linien til forskel fra de andre

konkurrenter, hvor tog til el, brændstof til fly og biler alt kommer fra olien, har de allerede udarbejdet et projekt til at implementere naturbrændstof i deres færger.

Sociokulturelle forhold

En af faktor som taler for en positiv fremtid for Mols-Linien, kan argumenteres for værende trenden inden for urbanisering, hvor knap 10.000 nye personer flytter til Københavns Kommune hvert år (Urbanisering I et globalt perspektiv, Kommunernes Landsforening, 2013). Hvis dette sidestilles med at virksomheder jf. bilag 4, siden 1990 har haft en stigende tendens til at placere erhvervsarealer i nærheden af storbyer for at i mødekomme denne øgede urbanisering og derved et stærkere fundament af rammevilkårene for virksomhederne (Urbanisering, dr.dk). En anden fordel ved at virksomhederne placerer sig i nærheden, er at en øget investering i infrastrukturen medfører at transportløsningerne bliver mere pålidelige. Dette betyder at fremadrettet vil kerneforbindelser som forbinder Danmarks større byer være essentielt for pendlere og at transport tiderne er effektiviseret for at pendlere ikke vil ændre adfærd. Det er vigtigt for Mols-Linien at gøre dette segment opmærksom på den tidsbesparelse som der er ved den hurtigste forbindelse imellem København og Århus, hvis man ikke ønsker at flyve.

Teknologiske forhold

Dette er archilleshælen for Mols-Linien, den teknologiske udvikling inden for transport branchen er i en stor omvending. Der er mange indirekte konkurrenter som inden for de næste år kan komme med et gennembrud og derved vende transportbranchen på hovedet. Google er i øjeblikket i gang med at udvikle en selvkørende bil (Google, Selvdriving car). Tesla er ligeledes i gang med at automatisere bilkørslen samt resten af bilproducenterne spekuleres i at gå samme vej. Dette betyder at i øjeblikket er der en indirekte konkurrence blandt bilproducenter til at først lancere en selvkørende bil. Hvis dette lykkes, vil effekten være at Mols-Liniens segment bliver skarpt reduceret som følge af en simplificeret transport mulighed. Yderligere har SpaceX foretaget test af deres nye Hyperloop i Californien, dette er et højhastighedstog som bevæger sig under jorden med en topfart på 1.200 km/t (SpaceX, Hyperloop). Her har de estimeret at en rejse tid fra Los Angeles til San Francisco, en distance på 560 km, vil tage 35 minutter. I øjeblikket er testfasen i gang, men hvis den bliver succesfuld vil der inden for et år kunne begyndes at bygge en forbindelse til rejsende I USA. Elon Musk, ejer af SpaceX og Tesla har den filosofi at for at opnå en nødvendig teknologisk udvikling kræver det at virksomhederne er åbne omkring deres research. Dette betyder at både Tesla bilen og Hyper-loop toget er open-source¹. Derved kan det antages at hvis det bliver en succes, vil andre følge i deres fodspor og muligvis implementere dette i Danmark og fuldstændigt ændre den kendte danske infrastruktur.

¹ Open-source betyder at virksomheden lægger informationen vedrørende et givent projekt ud offentligt tilgængeligt for at andre kan udvikle videre på projektet.

På nuværende tidspunkt er den danske regering i gang med at opdatere tognettet og muliggøre at indsætte hurtigere toge på de mest anvendte forbindelser. For at følge med infrastrukturens udvikling opdaterer Mols-Linien løbende deres flåde, hvor de sidst købte en færge tilbage i 2012. Yderligere har de i pipelinen at købe en ny færge til 800 mio. DKK, som vurderes at blive implementeret i deres rejseplaner i løbet af 2016 (Mols-Linien køber ny hurtigfærge, Berlingske.dk, 2015). Dette er for at i mødekomme den øgede interesse for deres ruter de seneste par år.

De senere år har Mols-Linien været under stærk kritik fra befolkning, kritikens hovedpunkt har været knyttet til Danmarks løfte jf. Kyoto aftalen og hvilket CO2 udslips niveau som er acceptabelt (EU Law, Kyotoaftale). Her overvejede Mols-Linien tilbage i 2012 valgt at skifte deres diesel olie ud med Liquified Natural Gas for at undgå kritik fra både regering for kunder omkring højt CO2 udslip. Dette blev projekt er dog i øjeblikket sat på pause.

For at opsummere PESTEL analysen har jeg vurderet de forskellige faktorer og deres relevans for Mols-Linien i bilag 8. Her vurderes det at de omverdens faktorer med størst indflydelse på Mols-Linien er den lavere skat, timemodellen, olieprisen og olieprisens udvikling, statens investeringer i infrastrukturen, mere specifikt tog nettet. Dette sammenstillet gør udtryk for en lys fremtid for Mols-Linien, selvom hvis nogle af statens større infrastruktur projekter bliver en realitet, vil Mols-Linien stadig kunne operere.

6.2 DEN AFHÆNGIGE OMVERDEN

For nærmere at have mulighed for at undersøge hvor attraktivt det danske marked er for Mols-Linien, er det næste niveau den afhængige omverden. Her analyseres Mols-Liniens branche for den nuværende kunde- og konkurrencesituation, samt hvorledes disse forventes at udvikle sig i den nærmeste fremtid. I dette afsnit af den strategiske analyse påbegyndes ligeledes en trafikanalyse, som sammen med den interne analyse vil være med til at give et samlet overblik over Mols-Liniens kompetenceprofil ift. deres kunder og konkurrenter.

Mols-Liniens afhængige omverden er stor og kompleks, da her findes flere forskellige transport muligheder hvori hver har sin fordel. Derved er det vanskeligt at komme med en fuldstændig sandhed for mulighederne og truslerne tilknyttet, men nærmere bestemme sandsynlige rammer. Samtidigt bestemmes markedsstørrelse, markedsudvikling, trends og vækstmuligheder.

6.2.1 PEERGRUPPE

Mols-Liniens direkte konkurrenter vil blive analyseret i dybden i trafikanalysen, hvor der vægtes fremtiden for de forskellige transportformer. Dette gøres for at kunne danne et reelt billede af deres forretningsmodels fremtid. Løbende igennem opgaven vil jeg anvende Damodorans estimer for brancher i EU. Det vurderes at fremfor at øge relevansen i opgaven.

Branche	#	Beta	D/E	UL beta	C/F value	Risk	Standard afvigelse
Shipping & Transport	38	1,14	60,86%	0,78	8,91%	0,85	37,48%

TABEL 1 - UDSNIT AF DAMODORANS BETA BY SECTOR, KILDE: NYC STERN

Det vil løbende blive vurderet i opgaven hvorvidt Mols-Linien følger deres branche, selvom branchen 'transport' er meget bred, vurderes den at være det bedst mulige *sanity check*. Yderligere har det ikke været muligt at tilgå bloomberg², som erstatning vil Infancia's peergruppe anvendes som sanity check. Deres peergruppe består af følgende:

Virksomhed	Land	Market Cap (mio. DKK)	Beta (5-year)
Mols-Linien A/S	Danmark	1.037	Estimeres senere
Tide ASA	Norge	431	-0,22
Carnival Corporation	Panama	256.746	0,89
Irish Continental Group	Irland	7.420	-0,01
Sealink Travel Group	Australien	2.419	0,25
DFDS A/S	Danmark	15.387	0,52

TABEL 2 – MOLS-LINIENS PEER GRUPPE, EGEN TILVIRKNING, KILDE: INFANCIALS.COM

Denne peergruppe vil anvendes løbende igennem opgaven.

6.2.2 PORTERS FIVE FORCES

Det valgte marked analyseres bredt som transport imellem København og midt- og Nordjylland. Dette gøres for at det produkt Mols-Linien sælger er transport fra A til B og derved dækker de forskellige transportmuligheder over samme produkt type.

Konkurrenceintensiteten i branchen

Mols-Linien står overfor flere konkurrenter på dette marked. Paletten består af Storebæltsbroen, indenrigsflyselskaberne og DSB. En vigtig handelsparameter er tid, hvor luftfarten er ved at nå sine begrænsninger vedrørende flyhastighed, check-in og transport til/fra lufthavnen(SAS.dk, 2014). DSB har muligheden at indsætte flere og bedre toge og ved Storebæltsbroen kan der justeres på hastighedsbegrænsningerne på motorvejen. Det er vigtigt her at skelne imellem realiseret forbedringer og hvori der er planlagt at blive investeret og ændret. Investeringerne som på nuværende tidspunkt berører banetrafikken betyder at en tog tur fra København til Århus bliver reduceret til 2 timer i slutningen 2016 (Trafikstyrelsen, 2014). Dette er en time hurtigere end hvad Mols-Linien reklamerer med, efter indsættelsen af deres nye hurtigfærge tilbage i 2012 og den nye motortrafikvej imellem Holbæk og Vig. Her vurderes det at resultere i at DSB i fremtiden kan have en konkurrencemæssigfordel over for Mols-Linien, hvor det vil være svært for dem at reducere rejsetiden yderligere.

Luftfarten har i mange år været presset på pris og overlever i øjeblikket på grund af de lave oliepriser. Dette betyder at her vurderes ikke at diverse forbedringsmuligheder eftersom at de fleste flyselskaber allerede er

² Det er ikke muligt at anvende Bloomberg terminalen på CBS i april og maj 2016, som følge af anvendelseskvoten er opnået

prisminimerede og har kun mulighed for at forbedre sig ved at opgradere deres flyflåde. Derved vurderes det kun at have en kapacitetsmæssig forskel med rejsende fra Mols-Linien

Storebæltsbroen vurderes værende den største konkurrent til Mols-Linien ud fra den succes den har generet siden etablering. Her har regeringen overvejet at reducere en overfartspris og/eller tilføje et loyalitetsprogram som følge af en udgivet rapport fra FDM (Bilisterne malkes på Storebæltsbroen, 2016, FDM.dk) Disse overvejelser diskuteres hvorvidt de vil blive realiseret før selve broen er tilbagebetalt. Trafikstyrelsen har estimeret at det kan være allerede i 2028 (Storebæltsbroen giver samfundet 379 milliarder kr. I overskud, Ingeniøren.dk, 2014). Derimod er der også en diskussion at den overskydende indtægt kan benyttes på at fremskyde Kattegatbro projektet.

Som følge af de mange forskellige transport muligheder klassificeres konkurrence intensiteten i branchen som værende høj og derved er det naturligt at der skabes en vis overkapacitet i branchen. Den mættede branche betyder ligeledes at hvis en virksomhed ønsker at vokse, er den favorable løsning at foretage opkøb eller ved konsolidering. En ulempe ved at operere i en mættet branche er de lave marginer som virksomhederne realiserer. Dette bemærkes ligeledes i Mols-Liniens regnskab hvori de sidste år havde en profitmargin på 5,64 %. Hertil vurderes det at togdriften og Storebæltsbroen er det med størst trussel.

Adgangsbarriere

For at komme ind på markedet kræver det store investeringer. Det strækker sig fra at bygge en ny bro, oprette en ny færgerute eller investere i flytrafikken. Alle scenarier kræver massive summer af penge. Den nye færge som Mols-Linien på nuværende tidspunkt er i gang med at investere i løber op i 800 mio. DKK, en investering som kræver en vis kapital bag sig. Det samme ses hvis forbedringer på tognettet, vejnettet eller i luften skal foretages. Hvor regeringen operere med et budget på 200 mia. DKK.

Derved kan det vurderes at truslen for nye konkurrenter foretages på langsiget og derved klassificeres adgangs barriererne som værende høje.

Substituerende produkter

Substituerende produkter i dette henseende kan opdeles i to grupperinger. 1) Et segment som ønsker at bevæge sig fra Sjælland til Jylland, favorabelt fra den øvre del af Sjælland over til den nordlige del af Jylland, og 2) et segment som ønsker at have bilen med på denne rejse. Derved skelnes der imellem rejsende med og uden bil.

For rejsende som ønsker at have bilen med over, er mulighederne enten at tage Mols-Linien eller benytte Storebæltsbroen. Rejsende som ikke har et krav til at bilen skal med, får tilføjet to yderligere rejse muligheder, her er det også muligt at benytte flytrafikken og banetrafikken. Derved er der to mulige for bilrejsende og fire muligheder for rejsende uden bil. For den almene dansker udvælges rejsen ud fra

følgende kriterier 1) tid, 2) pris og 3) simplicitet. Hertil vurderes fordelene ved hver af de fire transportløsninger. Dette gøres for at fastlægge hvilken type rejse, bedst passer til de substituerende produkter. Priserne bestemmes ud fra én passager og én bil.

	Tid	Pris	Simplicitet
Fly	40 minutter	1.217 DKK	Kan forekomme besværligt alt efter hvor man er bosat
Tog	3 timer 8 minutter	Billet: 836 DKK	Simpelt
Bil (over Storebæltsbroen)	3 timer 5 minutter	Billet: 480 DKK Benzin: 300 DKK*	Simpelt
Bil (over Sjællands Odde)	3 timer 4 minutter	Billet: 998 DKK Benzin: 180 DKK*	Simpelt

TABEL 3 - EGEN TILVIRKNING, KILDE: MOMONDO, DSB, STOREBÆLTSSBROEN OG MOLS-LINIEN, PRISER HENTET D. 4 APRIL 2016, *) BENZIN PRISER ER BEREGNET UD FRA ((AFSTAND / KM PER LITER) X DAGSPRIS PÅ BENZIN) = BENZIN PRIS.

Det er tydeligt hvilken løsning er den billigste, hvor Storebæltsbroen med 240 DKK per overfart summeres til en samlet omkostning på 780 DKK (480 DKK + 300 DKK). Imens Mols-Linien ligger på 1178 (998 DKK + 180 DKK). Dette betyder at den effektive pris for at undgå at køre 119 KM mindre koster i dette tilfælde 408 DKK. Forskellen imellem tog og bil er forholdsvis minimal. Det tager cirka den samme tid totalt set, prisen ligger i et interval på 836 til 1178 DKK. Det vurderes heraf at kunderne vælger det ønskede produkt ud fra tilgængeligheden og lyst til at køre. Med dette menes at hvis kunden ikke ønsker at køre langt, men ønsker at have bilen med er Mols-Linien det oplagte valg. Hvorimod en kunde som ønsker at køre lidt men ikke har behov for bil, vil vælge toget. En økonomisk bevist familie som ønsker bilen, vælger Storebæltsbroen m.v. Det er derved svært at direkte komme med en sammenhæng, men kun at kunne definere den billigste og dyreste løsning.

For at kunne definere direkte konkurrenter sammenholdes ovenstående tre faktorer med Gallups undersøgelse for at kunne definere en reel substitut.

	Mols-Linien	Storebæltsbroen i bil	Storebæltsbroen i tog	Fly, indland
<i>Total</i>	11 890	11 890	11 890	11 890
<i>Dagligt/ næsten dagligt</i>	7	9	17	5
<i>Min. 3 dage ugentligt</i>	7	18	27	7
<i>Min. ugentligt</i>	18	55	48	19
<i>Min. månedligt</i>	76	607	263	92
<i>Min. halvårligt</i>	1030	4728	1768	728
<i>Overhovedet</i>	4654	9790	6908	4219
<i>Aldrig</i>	7087	1968	4830	7497
<i>Ubesvaret</i>	149	132	152	174

TABEL 4 - UNDERSØGELSE HENTET FRA GALLUP.DK, EGEN TILVIRKNING OG SAMMENSÆTNING, EXCELARK: GALLUP TAL

Ud fra rejse tendenser i branchen, kan det ses at Storebæltsbroen benyttes mest af pendlere som rejser dagligt eller næsten dagligt, hvor Mols-Liniens har en mindre del af pendlerne sammen med flyfarten.

Mols-Liniens rejse net har tendenser som lægger sig op af Flyfarten, her ses at de to brancher følger hinanden og dets kundemønster. Det viser ligeledes i den store forskel i antal rejsende, hvor største delen af antal adspurgte, 7087 for ML og 7497 for Fly er de to mindst benyttede transport midler. Dette skyldes at Mols-Linien kræver en bil og derved eliminerer mange kunder og flytrafikken er den dyreste løsning og derved forventes dette.

Det ses ligeledes at forbrugerne er meget prisbevidst, hvor de mest anvendte transportmidler er dem som tilknyttes de laveste omkostninger. Derved må det antages at forbrugerne til dels er meget prisbevidste.

Samlet set vurderes det Mols-Linien fanger et segment som ønsker at rejse hurtigt til Århus med bilen uden at køre i 3 timer. Derved kan der ikke direkte gives et substituerende produkt, men nærmere en opridsning af substituerende muligheder.

Kundernes forhandlingskraft

Her er tale om en forholdsvis homogen vare på et mættet marked med mange små kunder, både privat og erhverv. Et produkt hvor kunden fra gang til gang har mulighed for at skifte imellem de forskellige transportløsninger. Det er altså ikke et krav at man f.eks. på Storebæltsbroen betaler et årligt kontingent og derved binder sig. Kunden har derved en delvis frihed, hvor Flyselskaberne (primært SAS) tilbyder loyalitetsprogrammer igennem deres EuroBouns program (EuroBonus, SAS.dk) og Mols-Linien tilbyder ligeledes lavere priser hvis en rejsende benytter dem mere end én gang (Billetpris, Mols-Linien.dk).

Dette betyder at kunderne har en rimeligt høj grad af forhandlingskraft.

Leverandørernes forhandlingskraft

Leverandørerne til Mols-Linien består af olieproducenterne, diverse interessenter til deres mad og butikker om bord på skibet og skibsproducenterne. Her fravælges at kommentere på skibsproducenterne og levering af vare om bord.

Olieselskaberne har en forholdsvis standardiseret vare som følger en markedskurs. Denne markedskurs bestemmes af de største olieselskaber, hvor de i øjeblikket er i gang med at presse prisen ned for at påvirke verdensøkonomien. Her spekuleres der på at OECB landene ønsker at reducere Ruslands indtjening (kilde!). Yderligere viste olieselskaberne deres styrke tilbage i 2008, hvor 40% af Mols-Liniens samlede omkostninger gik til olie (ML AR 2008). Dette sidestillet med at Leverandørerne bliver truet på en øget Sømandsskat, hvilket betyder højere lønninger og deraf i sidste ende højere omkostninger for Mols-Linien (Sømandsskat truer danske rederier, DR.DK, 2016)

Dette betyder at Mols-Linien ikke har nogen afgørende forhandlingskraft over for olieproducenterne vedrørende pakkelsninger eller mængde tilbud. Derved må deres forhandlingskraft klassificeres som

værende lav. Overordnet set har jeg sammensat konklusionerne i bilag 10, hvor jeg illustrerer de områder Mols-Linien skal være opmærksom på.

Det er tydeligt at hvor forhandlingskraften hos instansen er høj, skal de være opmærksomme på konkurrenternes handlinger. Deres mission om at få kommunikeret ud deres konkurrencemæssigfordel vil positionere dem stærkt i forhold til truslen fra de substituerende produkter og gøre kunderne mere informerede i deres køb. På et transportmarked så mættet som det danske, er denne konkurrencesituation uundgåelig. En transport situation der vil blive analyseret nærmere i det kommende afsnit.

7.0 TRAFIKANALYSE

Et vigtigt aspekt i en værdiansættelse er at definere markedspotentialet en virksomhed står overfor, dette afsnit vil uddybe det tidligere opridsede markedspotentiale. Der vil blive vurderet ud fra investeringer, risici og regeringens langsigtede planer. Her vil adskilles imellem vejtrafikken, banetrafikken og lufttrafikken.

Grøn politik – hvis mål er at banetrafikken skal løfte det meste af fremtidens vækst i trafik. Det er et ambitiøst mål, da biltrafikken i dag håndterer 5- 6 gange mere af persontransporten end den kollektive trafik (Trafikstyrelsen, 2015). For at nå dette mål kræver det væsentlige investeringer i udvidelse af togantal og sidepladsudbud. En retning som umiddelbart ikke kommer Mols-Linien til gode.

7.1 RISICI OG USIKKERHEDER I TRAFIKPROGNOSEN

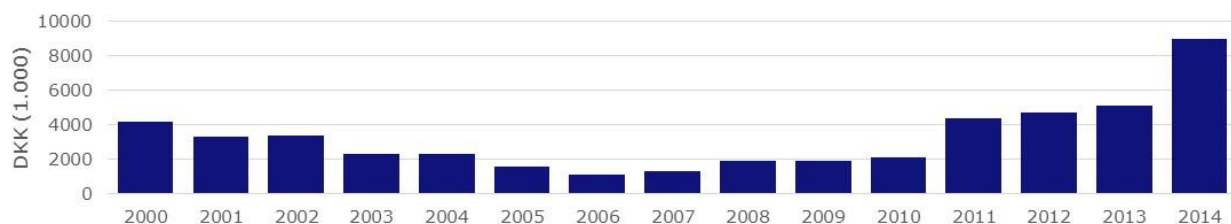
Der er en risiko for, at rammebetingelserne for transport i fremtiden udvikler sig væsentlig anderledes end forventet. Ændrede handelsrelationer, ændret økonomisk udvikling eller effektive politiske initiativer i retning af at begrænse biltrafik og øge banetrafik vil kunne reducere biltrafikken. Prognoserne er baseret på, at rammebetingelser og trends stort set forbliver som de er i dag, hvilket vurderes som grundlæggende rimeligt.

7.2 INVESTERINGER I INFRASTRUKTUREN

En essentiel faktor, er den trafikale vækst indenfor regeringens investering indenfor følgende tre områder; jernbanenetværket, havne og vejnettet. Her vil ikke blive vurderet luftfart som følge af tidligere konklusion.

Investeringer i Danmarks jernbanenetværk har siden finanskrisen fået sin genoplivelse, hvor tidligere blev der allokeret et lavere beløb til at forbedre jernbanenettet, bliver her nu hvert år allokeret et større beløb. Med en næsten fordobling i 2014. Dette betyder at fremadrettet antages det at regeringen vil følge denne trend, hvilket de også giver udtryk for i deres timemodel, grøn politik og 2020 målene for Danmarks trafiknet.

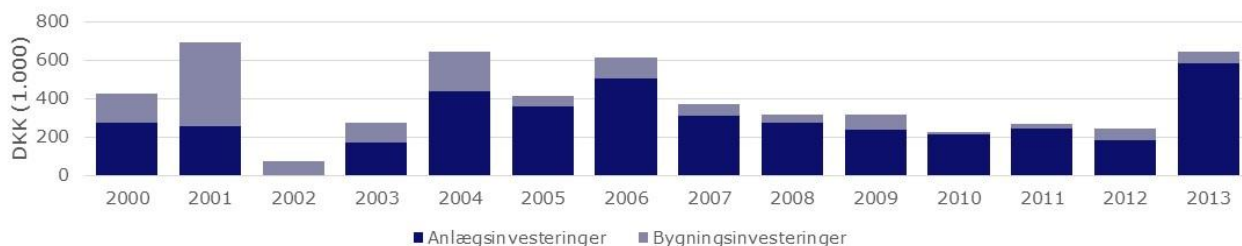
»» Investeringer i Jernbanenettet (2000-2014)



TABEL 5 - KILDE: DANMARKS STATISTIK, EGEN TILVIRKNING, EXCELARK: INVESTERINGER, D

En essentiel faktor for Mols-Linien er investeringer i havne, dette forbedrer deres forretningsområde og gør dem mere konkurrence dygtige. Her ses at regeringen allokerer det laveste beløb til disse investeringer og derved ikke ønsker at fokusere på denne type transport. Dette skyldes til dels at rederierne ikke er statsejet og at de derved ikke har nogen indflydelse. Ligeledes illustreres det at der primært bliver investeret i anlægsaktiver og næsten ingen bygningsinvesteringer.

»» Investeringer i Havne (2000-2014)



TABEL 6 - KILDE: DANMARKS STATISTIK, EGEN TILVIRKNING, EXCELARK: INVESTERINGER, A

Det danske vejnet har altid haft allokeret et stort beløb til at bibeholde den høje standard. Det kan ses at halvdelen af investeringerne udelukket går til drift og vedligeholdelse. Niveauet har ligget stabilt på lidt under 10.000 mio. DKK siden 2010, og gennemsnitligt de seneste 10 år.

»» Investeringer i Vejnettet (2000-2014)



TABEL 7 - KILDE: DANMARKS STATISTIK, EGEN TILVIRKNING, EXCELARK: INVESTERINGER, E

Hvis investeringerne sidestilles, konkluderes det at regeringen primært ønsker at investere i vejnettet og jernbanenettet. Dette betyder at fremadrettet vil Mols-Liniens konkurrenters forretningsområde forbedres hvorimod Mols-Liniens forretningsområde vil forblive nogenlunde intakt. Her er også en størrelses faktor

indregnet hvor det vurderes at vejnettet/jernbanenetnet er større og derved også kræver større investeringer end havnene.

7.3 TRAFIKALE BEHOV PÅ LANG SIGT

Trafikudviklingen i Danmark er styret af fem variable (En grøn transport politik, Transportministeren) Det spænder fra økonomisk vækst og priser til befolkning, bosættelsesmønstre og infrastruktur.

Den økonomiske vækst har en tæt sammenhæng med væksten i BNP og trafikken, mere specifikt vejtrafikken. Dette betyder at når en danskers rådighedsbeløb stiger, stiger bilejerskabet og derved også de kørte kilometer. På nuværende tidspunkt kæmper Danmark med lave inflationsrater, dette betyder at det antages at blive bedre på sigt eftersom at Danmark kommer på rette køl igen.

En anden faktor som jeg har berørt oppe i substituerende produkter er pris, denne variable har en stor indflydelse på hvad danskerne vælger på sigt. Dette betyder ligeledes at DSB og Storebæltsbroen med deres lave priser er Mols-Liniens største konkurrenter.

Befolkning og deres bosættelsesmønster betyder ved en stigende befolkning og en større arbejdsstyrke, vil det samlede trafikbehov i Danmark øges. Derudover er der en tendens til at danskerne kører flere lange ture og pendler over større afstande. Samtidigt med at danskerne flytter til de største byer i landet, hvor der er bedre mulighed for at anvende den kollektive transport eller cykel frem for bilen. Denne udvikling antages at fortsætte.

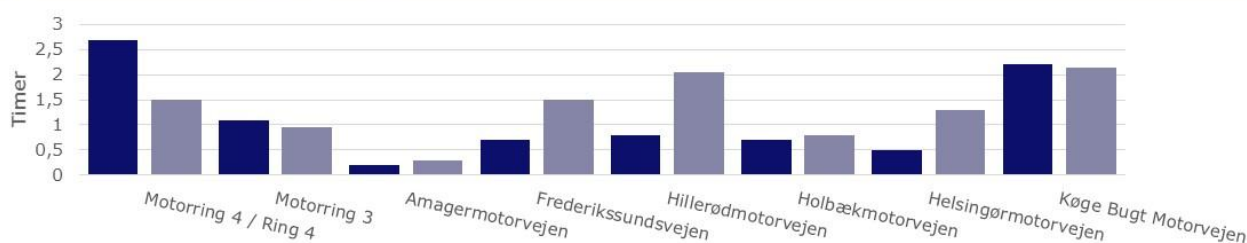
Beslutninger vedrørende infrastrukturen følger oftest af et ønske om at skabe nye mobilitet muligheder og rammer for vækst. Når nye skabte mobilitetsmuligheder benyttes, skabes nye rejsemønstre og derved nye transport behov. Særligt i ses at trafikvæksten skabes af forbedringer i infrastrukturen i den kollektive trafik.

Trafikudvikling og dets mulige kapacitetsudfordringer

Når de trafikale behov på langsiget er fastlagt, er det spændende at vurdere hvor kapaciteten vil blive udfordret i fremtiden. Dette kræver at man definere hvor befolkningen bor og arbejder, for at kunne bestemme den fremtidige udvikling inden for transport. De seneste ti år har der været en trend hvor store virksomheder har flyttet deres produktion eller andre supportfunktioner til udlandet for at reducere deres omkostninger. Dette betød for Danmark, at arbejdspladserne der blev tilbage, oftest var placeret tættere på en større by (Flere virksomheder flytter hjem efter krisen - det er robotternes skyld, Politiken.dk). Denne trend er nu vendt som følge af de fordelagtige vilkår teknologien har medvirket til. Så hvor de lave lønninger fik virksomhederne ud, fik teknologien dem tilbage til Danmark, hvor cirka ¼ af de udflyttede, har flyttet deres produktion tilbage. Dette betyder at fremadrettet vil virksomheder begynde at flytte sine hovedkontorer ud af storbyen som følge af den naturlige urbanisering som foregår i Danmark (Urbanisering

i et globalt perspektiv, Kommunernes Landsforening). En udvikling som i 2012 betød at Danmarks befolkning voksede med 72.596, en befolkningsvækst på 2,4% imens befolkningsvæksten i byområderne udgjorde 6,3%. Her er tale om en mervækst i byområderne på 3,8%. Trafikudvikling i fremtiden er defineret at kapacitetsudfordringerne i et givent transport område. Hvis fokus placeres på vejnettet, har Trafikstyrelsen udarbejdet et kort over Danmark jf. bilag 5, som viser hvilke områder der forventer en flaskehals effekten inden for de næste fem år. Her vurderes at fem knudepunkter vil opstå/er begyndt at opstå. Dette betyder at der fremadrettet er fem vejforbindelser som skal opgraderes. Dette betyder at infrastrukturen omkring storbyerne er et fokus for regeringen, hvilket også vil blive berørt i fremtidige investeringer.

»» Antal timer med trængsel pr. dag



FIGUR 12 – TIMER MED TRÆNGSEL PÅ MOTORVEJSNETTET, KILDE: TRAFIKSTYRELSEN

For eksempel for vejnettet uden for hovedstatsområdet oplever de jf. figur 12, op til 2 timers trængsel på de danske motorveje omkring Hovedstadsområdet. Ydermere illustreres at Køgemotorvejen og Motorring 4 er de kørselsområder med mest trafikal forsinkelse. Hvis her kigges på Holbækmotorvejen som fornylig for opgraderet deres motortrafikvej, ses at det trafikale niveau ligger som 2. laveste. Dette betyder at Mols-Linien ikke fremadrettet de næste par år kan forvente at få opgraderet vejnettet til deres færgeforbindelse. Ligeledes er det i erhvervsområdet illustreret jf. bilag 4, en massiv vækst i tilgængelige arbejdspladser inden for en time. Dette er som følge af massive infrastruktur forbedringer de seneste år. Dette vil regeringen forbedre igennem deres nye timemodel, en model som har til formål at forbinde de store byer i Danmark med det mål at rejsetiden imellem er én time. Dette betyder at rejsen fra København til Odense vil tage en time, rejsen fra Odense til Århus estimeres ligeledes til en time. Ligeledes betyder det for virksomheder at hvor i landet man er placeret bliver mindre relevant som følge af den forbedrede

Nedenstående tabel viser trafikvæksten ud fra Trafikstyrelsens egne vurderingen under den antagelse af der ikke bliver påbegyndt andre projekter end de allerede startet. Dette betyder at de 200 mia. investeringer regeringen ønsker at foretage er inkluderet i dette forekast.

Nedenstående tabel viser trafikvæksten ud fra Trafikstyrelsens egne vurderingen under den antagelse af der ikke bliver påbegyndt andre projekter end de allerede startet. Dette betyder at de 200 mia. investeringer regeringen ønsker at foretage er inkluderet i dette forekast.

Vejtype	Antal mio. kørte kilometer (2010)	Forventet antal mio. kørte kilometer (2030)	Forventet vækst (2010-2030)
Motorveje	40	53	32,5%
Øvrige statsveje	22	22	0,0%
Kommuneveje	64	72	12,5%
Alle veje	126	148	17,5%

TABEL 8 - ESTIMERING FRA TRAFIKSTYRELSEN, EGEN TILVIRKNING

Det ses ud fra tabellen at Motorveje i øjeblikket udgør lidt under 1/3 af den samlede kørte trafik, det er dette område der estimeres at vokse mest som følge af bedre køreforhold, længere ture med bilen og de større erhvervs- og pendlerstrømme som primært bevæger sig på motorvejsnettet (Trafikstyrelsen, 2014). Dette betyder at trafikanterne vælger den hurtigste vej, frem for den billigste og dermed tager en længere rute som koster mere i benzin.

Banetrafikken i Danmark er grundlæggende meget anderledes end vejtrafikken, som tidligere nævnt er dette område meget mere reguleret af regeringen. Banetrafikken i Danmark estimeres at vokse fra 6,2 mia. kørte kilometer i 2010 til 8,7 mia. kørte kilometer i 2030 (Trafikstyrelsen, 2013). Alle toges køreplan er fastlagt, en tidsplan der tager højde for eksisterende banekapacitet. Dette betyder at en høj kapacitetsudnyttelse her ikke giver direkte kødannelse og nedsatte hastigheder som er tilfældet på vejnettet. Derimod hvis uforudsete hændelser indtræffer, vil regulariteten kunne være let påvirket. Bilag 6 illustrerer Trafikstyrelsens estimerede kapacitetsudnyttelse fra 2010 til 2030 med de nuværende projekter. Det interessante her er knudepunkterne Århus, Odense og Storkøbenhavn. Denne vækst estimeres at blive tilgodeset igennem større persontog, enten dobbeltdækker eller som længere.

Dette betyder at DSB fremgangsmåde er at få en gennemsnitlig højere transporteret mængde pr. tog (Flere afgang og flere siddepladser i togtrafikken, Trafikministeriet). Tilbage i 2013 introducerede DSB off-peak rabat, som betyder at rejsende uden for myldretiden opnår en besparelse på cirka 20,0 % (Billigere billetter skaber flere rejser i den kollektive trafik, Transport- og Bygningsministeriet, 2014). Denne type af initiativer betyder at

En anden væsentlig faktor er brugerbetalingen over de danske broer, illustreret jf. bilag 7, dette har en stor effekt på den individuelle forbruger i forhold til valg af transports middel. Hvis brugerbetalingen bliver fjernet fra Storebæltsbroen, vil det betyde en prisreduktion på over 61,6%³ for en rejse fra København til Århus over broen. Tilbagebetalingen af Storebæltsbroen estimeres (Analyse: Storebæltsbroen giver samfundet 379 milliarder kr. i overskud, ing.dk). Denne tilbagebetaling er meget svær at forudsige eftersom at tilvæksten af mennesker der anvender broen siden lancering har været stigende. Ingeniøren kommer med det bedste estimat hvor de estimerer at broen er fuldt tilbage betalt i 2029. Fremadrettet vil regeringen blive ved med at anvende brugerbetaling ved nye broer, hvor de allerede har undersøgt mulighederne for

³ $1 - \frac{300}{(480+300)} = 0,616$

Femern forbindelsen og er i gang med at fastlægge hvorvidt betalingerne skal foregå fra en mulig Kattegat forbindelse.

Flere pålidelige kilder har fastlagt at broer uden brugerbetaling ikke kan lade sig gøre for den danske samfundsøkonomiske model. Dette betyder at nye broer (næsten altid) vil have en tilknyttet betaling for at anvende. Denne tankegang stammer fra at de som benytter broen, skal ligeledes være dem som betaler for den. Denne tendens er for Mols-Linien med til at sikre at deres priser kan forblive konkurrencedygtige.

Flytrafikken er i øjeblikket ved at få implementeret en ny strategi (Ny strategi skal løfte dansk luftfart, Transport- og Bygningsministeriet, 2014) En strategi, hvis formål er at løfte den danske luftfart nationalt. Dette betyder at det skal blive nemmere at rejse fra A til B med luftfart i Danmark. Dette gøres for at bibeholde Danmarks stærke flytrafik position. Det er endnu u vidst effekt af dette tiltag, men det kan antages at forringe Mols-Liniens forretningsområde marginalt som følge af 1) det lave antal passagerer som flyver indenlands og 2) de høje priser på billetterne i forhold til Mols-Linien.

7.4 FINANSIERING AF FREMTIDIGE PROJEKTER

Regeringen vedtog i 2010 efter to års forhandlinger at investere 200 mia. DKK i Danmarks infrastruktur de næste femten år (Danmark får veje og jernbaner for 200 milliarder kroner, Berlingske.dk). Denne investering foretages med det ønske om resultat, hvor mobilisterne⁴ får et nemmere liv. Et vigtigt element i deres 2025 plan er at projekterne skal være samfundsøkonomisk rentable. Nedenstående er udarbejdet et overblik over de mulige projekter regeringen kan påbegynde med dertilhørende anlægsoverslag og intern rente.

PROJEKTER, DANMARKS INFRASTRUKTUR	Anlægsoverslag (mia. DKK)	Intern rente (%)
S-togbetjening til Helsingør	2	6,9%
S-togbetjening til Roskilde	0,9	5,8%
Udvidelse af den østjyske motorvejskorridor E45	3,6	0,4% - 9,5%
Ny Lillebæltsbro	5,5/13,3	0,8%
Fast forbindelse via. Bogense-Juelsminde	24,9/40,2	1,9%
Automatisk S-togdrift	4,3	0,0%
Ny vestlig ringkorridor	10,9-12,4	9,3% - 11,3%
Ny midtjysk motorvejskorridor	15,4-20,0	4,2% - 7,4%
Nye letbaner og metro etaper inden for Ring 3	49	0,0%
Udbygning af Ring 4-korridoren	0,9	8,3%
Ny Østlig Ringvej (havnetunnel) i København	19,0-21,4	4,2%
Aarhus-Galten-Silkeborg-bane	2,6-3,7	1,0% - 2,0%
Fast forbindelse over Kattegat inkl. Landanlæg	132	0,0%
Udbygning af stationskapacitet i København	0,4-4,8	21,4%

TABEL 9 – ANLÆGSPRIS OG SAMFUNDØKONOMI FOR PROJEKTER PÅ NUVÆRENDE TIDSPUNKT I DANMARK, KILDE: TRAFIKSTRYELSEN, EGEN TILVIRKNING

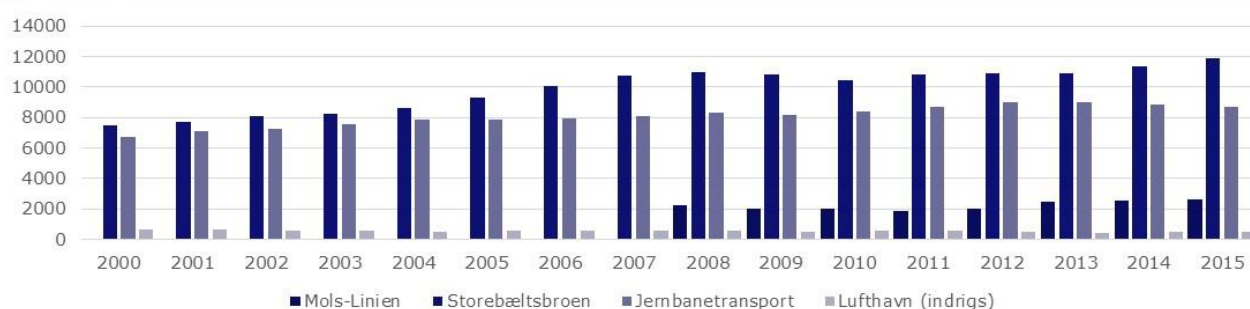
⁴ En trafikant, som ikke går op i hvis transporten foregår på den ene eller den anden måde.

Det kan alt andet lige, antages at det danske samfund opererer som en virksomhedsøkonomi, det kræver at samfundet vil vælge de projekter der vil have den største samfundsmæssige værdi. Dette betyder at de projekter som vælges er de projekter med højst positiv IRR vil blive til valgt før dem med en lav/nul IRR (Trafikstyrelsen). Derved må det vurderes at de næste projekter der vil blive påbegyndt fra regeringens side vil være S-togbetjening til hhv. Helsingør og Roskilde, Udbygning af stationskapacitet i København og opgraderinger til vestlig/midtjyske korridorer. Disse projekter vurderes ikke at have en direkte effekt på Mols-Linien markedsforhold, i forhold til en Kattegat forbindelse, automatisk togdrift eller de faste forbindelser. Dette betyder at både den samfundsøkonomiske situation og regeringens investeringsfokus er det ikke særligt sandsynligt at Kattegat forbindelsen vil blive en realitet inden for de næste 10 år. Hvis den skulle blive realiseret har regeringen estimeret en overfarts pris på 480 DKK med dertilhørende benzin. Dette betyder at hvis den bliver realiseret vil denne løsning være meget billigere end Mols-Liniens samlede pris (Analyse af en fast kattegatforbindelse, Ny strategi skal løfte dansk luftfart, Transport- og Bygningsministeriet, 2015).

7.5 ANTAL PASSAGERER OG VÆKST INDENFOR DE FORSKELLIGE TRANSPORT MULIGHEDER

Indenfor de forskellige transport muligheder er det tydeligt at der er en vækst. Det vigtige at bide mærke i er at flytrafikken ikke har haft nogen vækst de seneste ti år, ydermere har jernbanetrafikken ligget forholdsvis stabilt i de seneste fire år.

» Antal passagere for hhv. ML, Storebæltsbroen, DSB og Fly



FIGUR 13 – ANTAL PASSAGERE FOR HHV. MOLS-LINIEN, STOREBÆLTSSBROEN, DSB OG FLY, EGEN TILVIRKNING, KILDE: DANMARKS STATISTIK

Hvis der kigges specifikt på vækst, kan det ses jf. figur X, at Mols-Linien og Storebæltsbroen er dem der har formået at vækste deres forretning bedst.



FIGUR 14 – VÆKST DE SENESTE TRE ÅR INDENFOR HHV. MOLS-LINIEN, STOREBÆLTSSBROEN, DSB OG FLY, EGEN TILVIRKNING, KILDE: DANMARKS STATISTIK

7.6 DELKONKLUSION

Den eksterne analyse viste at markedet er i udvikling og at Mols-Linien bliver påvirket fra mange instanser. Den har fastlagt vigtige trusler indenfor regeringens infrastruktur planer igennem deres time model og Kattegat forbindelse, yderligere fastlagt hvorledes og hvornår det vil påvirke Mols-Linien. Ydermere regeringens lovgivning og retningslinjer indenfor det samfundsmæssige miljø aspekt og hvorledes det vil påvirke Mols-Linien negativt i fremtiden. Trafikanalysen fastlagde en essentiel trussel, hvor de opererer i en mættet branche der kræver store investeringer at enten etablere sig, eller hvis der ønskes strategisk vækst. Hvor de interessenter Mols-Linien opererer med en stærkere forhandlingsstyrke hvilket positionerer dem forholdsvis svagt på markedet.

8.0 INTERN ANALYSE

I forlængelse af den eksterne analyse, undersøges her de interne forhold for Mols-Linien med sigte på at definere den samlede situation. Formålet med den interne analyse er at identificere og fastlægge styrkerne og svagheder, som sammen med mulighederne og truslerne skaber rammerne for den kommende værdiskabelse. For at en virksomhed kan være succesfuld, kræver det at de i markedet har en konkurrencemæssigfordel igennem enten aktiver eller kompetencer (Aaker, David A. & Damien McLoughlin, 2010). Overordnet knytter den interne analyse to områder sammen, henholdsvis en finansiel regnskabsanalyse samt en analyse af deres strategiske mulighedsdeterminanter.

8.1 PRODUKTSORTIMENT

Mols-Linien tilbyder fire forskellige produkter, fra den billige overfart til 249 DKK op til den dyre fleksible løsning for forretningsrejsende der koster op til 850 DKK. Deres priser er fastlagt ud fra muligheden for refundering og hvis billet skal have mulighed for at ændres. Yderligere bliver der i Business udgaven tillagt en mulighed for en garanteret plads.

Lavpris billet	Flex billet	Standard billet	Business BlueClass
✓ Den billigste billet ✓ Begrænset antal billetter ✓ Kan ikke ændres ✓ Kan ikke refunderes	✓ Fleksibel rabatbillet ✓ Jo tidligere købes, jo billigere ✓ Kan ændres ✓ Kan ikke refunderes	✓ Ingen binding, kan ændres og fortrydes ✓ Kan refunderes	✓ Garanteret plads på valgfri afgang uden reservation
249 DKK – 453 DKK	499 DKK – 699 DKK	499 DKK – 699 DKK	649 DKK – 850 DKK

FIGUR 15 - MOLS-LINIENS BILLETPRISER PR. 23 FEBRUAR 2016, EGEN TILVIRKNING

Enkelt/returrejser

Deres lavpris billet, er som navnet indikerer deres billigste billet, denne billettype sælges igennem først-til-mølle princippet, hvor prisen bliver bestemt ud fra 1) hvor mange billetter er tilbage, 2) i hvor god tid bliver billetten bestilt og 3) hvad tid på dagen rejsen bliver foretaget (Køb billet, Mols-Linien.dk). Ud fra disse tre parameter er det muligt at få tilbudt en pris imellem 249 DKK og op til 453 DKK.

Flexbilletten er udarbejdet med det fokus, at tilfredsstille den kunde der ønsker en vis fleksibilitet i sin rejse, hvilken kan antages at være en stor del af deres segment, eftersom at mange af deres kunder må antages at have et stykke at køre før de kommer til færgen. Prisen på en billet starter på 499 DKK og bevæger sig op på 699 DKK for en enkelt. Dette betyder at jo før man bestiller jo billigere bliver billetten.

Der tilbydes også en standard billet fra 499 DKK, denne billet og Flex billetten tilbyder i store drag de samme fordele, den primære forskellen i pris ligger hvornår billetten bliver bestilt.

Kombibillet

En Kombibillet er en billettype udarbejdet af Mols-Linien, som er startet på et billetsamarbejde mellem Hundested-Rørvig Færgefart og Mols-Linien. Kunden betaler således overfarten i den første havn, enten ved Mols-Linien og Hundested-Rørvig. Som følge af de to færgeriers forskellige prisstrukturer, skaber kombi billetten en økonomisk fordel for køber, hvis bilen indeholder mere end to voksne personer eller hvis mere end én voksen og to børn. Hvis kunden, som køber en kombi billet, rejser fra Jylland får denne høj prioritet ved losning, så kunden kan nå næste færge fra Rørvig inden for den korteste tidsramme.

Erhvervskunder

Til deres erhvervskundesegment, er tilbuddene ikke lige så alsidige som til deres privatkunder. Fælles for det er BBC-billetter⁵, billetterne får automatisk reserveret en plads til hver afgang for en bil med dertilhørende egen checkin baner, såkaldte blåbaner. Dette gøres for at sikre at deres BBC-kunder bliver generet i mindst muligt omfang, af den trafik forårsaget af de øvrige bilister i færgen og derved få den hurtigste overfart muligt. Yderligere har Mols-Linien oprettet en lounge til deres BBC-kunder for at muliggøre arbejde, møder eller et tredje arbejdshenseende på rejsen. Loungen er forsynet med aviser, frisk frugt, kildevand og chokolade som er inkluderet i deres BBC tilbud.

Pakkeløsninger

I samspil med deres forskellige billettyper tilbyder Mols-Linien også *Oplevelser med rabat*. Dette inkluderer ture til AroS, Den Blå Planet, Kattegatcentret, Sommerland Sjælland og mange flere (Oplevelser med rabat, Mols-Linien.dk). Her ligger den normaliserede besparelse på 20% ved alle de tilbudte oplevelser.

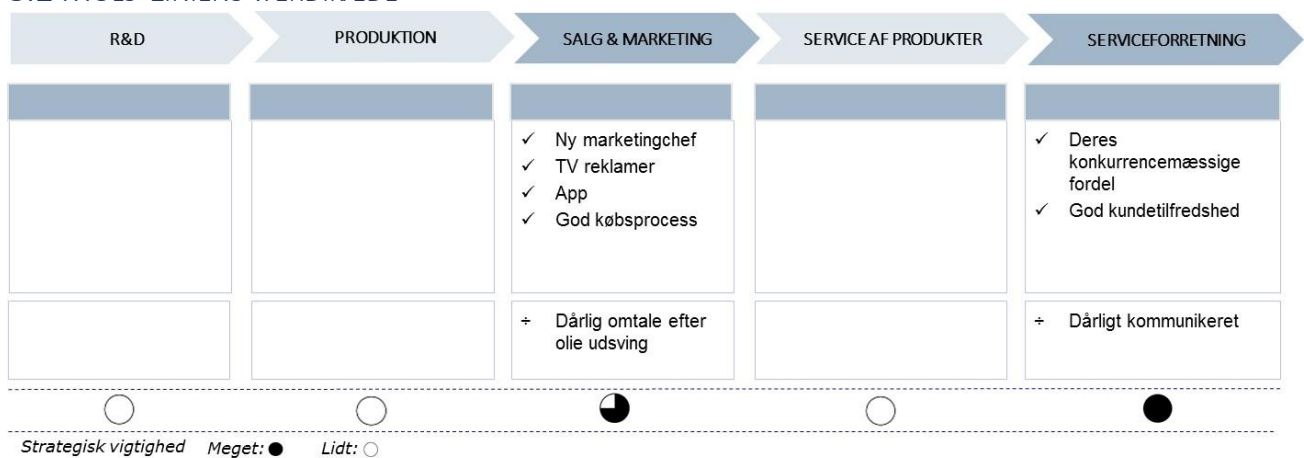
⁵ Business Blue Class

BroBizz

Mols-Linien har et samarbejde med Storebæltsbroen, dette samarbejde muliggør at anvende BroBizz hos Mols-Linien. Prisen for at anvende BroBizz er 800 DKK og betingelserne de samme som de øvrige BBC billetter.

Yderligere er der ved billettyperne *Flex billet* og *Business BlueClass* mulighed for at købe et turkort, som reducerer prisen alt afhængig af antal ture. Dette produkt sortiment anses som konkurrencedygtigt over for deres konkurrenters løsninger, f.eks. benytter Storebæltsbroen BroBizz som har inkluderet en rabatordning og SAS benytter deres EuroBonus loyalitetsprogram.

8.2 MOLS-LINIENS VÆRDIKÆDE



FIGUR 16 – ILLUSTRERING AF VÆRDIKÆDE, EGEN TILVIRKNING

Mols-Liniens værdikæde er blevet simplificeret for at støtte under deres forretningsgrundlag som bygger på deres primære aktiviteter, som er service, salg og marketing og støttefunktionerne, som er HRM, teknologiudvikling og indkøb. I dette afsnit er min hensigt at kortlægge Mols-Liniens værdikæde med fokus på de enkelte aktiviteter og deres vigtighed. Til at analysere virksomhedens værdikæde anvendes Porters værdikæde framework for at fastlægge virksomhedens funktioner.

Marketing

Tilbage i 2008 blev deres nuværende marketingschef ansat, han var med til at bane vej for de kommende to års udvikling i virksomheden. Kort tid efter at han var blevet ansat blev Mols-Linien mødt af finanskrisens konsekvenser. Krisen efterlagde et stort hul i Mols-Liniens vidensbank om deres marked og kundesegment. Som Mikkel Hybel udtaler, har Mols-Linien i mange år forsøgt at trænge igennem med deres budskab "at ved at benytte Mols-Linien, sparer man 200 km på rejsen fra Sjælland til Øst- eller Nordjylland".

TV reklamer er noget Mols-Linien er kendt for at anvende for at positionere sig selv på landkortet. Tilbage i 2010 benyttede de en reklame med det tilhørende slogan "*Orker du heller ikke Fyn, så tag med Mols-Linien Direkte*" (*Mols-Linien 2010 reklame, Youtube.dk*). Denne reklame var startskuddet på en større krise for

Mols-Linien i samspil med de høje olie priser (Fynboer raser over reklame fra Mols-Linien, Politiken.dk, 2010). Yderligere anvendte de i 2013 en reklame film med slogannet "*Kombardo*". Udover at være til syne på Tv-mediet benytter Mols-Linien en meget begrænset mængde markedsføring på at synliggøre deres konkurrencemæssigfordel. De benytter i et vis omfang Facebook til at slå gode tilbud, konkurrencer eller uddanne deres fangruppe med information vedrørende deres forretning.

Inden for de seneste fem år er det en nødvendighed at købsprocessen er så nem og hurtig som mulig. Dette gør virksomheder igennem deres hjemmeside, udvikler en app, købstilbud ved flere rejser m.v. Mols-Linien har i øjeblikket tilpasset deres hjemmeside for at muliggøre en enkel overfart ved brug af mobilen (Færgerederi gør det lettere at bestille billet, 2015). Hertil har Mols-Linien udviklet en app til mobiltelefonen for at kunne følge med den nuværende teknologiske udvikling og kunne tilfredsstille deres kundesegment.

Dette betyder at deres marketingskanaler i øjeblikket følger med strømmen som deres konkurrenter anvender og med deres nyudviklede app har de forsøgt at forenkle købsprocessen som i sidste ende vil styrke deres kunders købsprocess ift. konkurrenterne.

Salg

Salget foretages igennem to kanaler, 1) deres internetside, her er det muligt at bestille billetter og 2) i deres havne til privatkunder og salgsafdeling som varetager største delen af deres erhvervskunder (Hybel, 2010). Det har ikke været muligt at kortlægge hvorfra de enkelte salg kommer fra som følge af manglende information fra Mols-Linien. Ud fra internettets betydningsfulde karakter og som væsentlig indflydningsfaktor i meget marketinglitteratur, anser jeg denne informationssøgning/købsmulighed som meget væsentlig for Mols-Liniens forretningsmodel. Det øvrige salg foregår som nævnt fra deres kontorer i havnene, hvor medarbejderne accepterer reservationer via telefon og ved fremmøde. Ydermere har de et salg tilknyttet deres butikker om bord, hvor de får en gevinst ved solgte varer.

Service

Dette er området hvor muligheden for at forbedre deres konkurrencemæssig fordel er størst. Dette er hovedbestanddelen i deres virke. Deres service omfatter alt fra deres service i havnen, service om bord til den service de yder ved telefonisk kontrakt. Selve deres kerneydelse, som er transport imellem Jylland og Sjælland har de tilknyttet et antal serviceydelser, hvor de har restauranter, faciliteter til arbejde, til afslapning, legerum til børnene og frit internet som udslagsgivende faktorer (Mols-Linien.dk, Alt om rejsen).

Sekundære aktiviteter

I dette afsnit har det ikke været muligt at få kendskab til Mols-Liniens virksomhedsstruktur eller deres procurement, derved ses der bort fra disse.

Mols-Linien beskæftigede i 2014 en medarbejderstab på 237 (ML, AR 2014) som er fordelt i catering, havne, skibe, administration og reparations værksted. Dette stillet op imod 2010 hvor de havde ansat 394 medarbejder. Denne 154 personers reduktion er både en indikation af effekten af de tiltag de har foretaget, hvor deres interne udvikling er med til at gøre virksomheden mere konkurrencedygtig. Deres interne udviklingsprogram *Service Academy* fra 2006 har for alvor sat gang i en best practice. Kurserne, som er udviklet med fokus på intern udvikling er udarbejdet for at forbedre kundeservicen igennem motivation af MLs medarbejder og ved at videreudvikle organisationens kompetencer.

Resultaterne fra det første år med Mols-Linien Service Academy har bredt sig som ringe i vandet, således at flere konkurrerende rederier i og uden for Danmark og flere servicevirksomheder inden for andre brancher har henvendt sig for at købe uddannelsespladser på akademiet. – Mols-Linien Årsrapport 2006

Godt ti år senere er dette Service Academy anerkendt som en bærende pæl i Mols-Liniens nuværende succes.

Teknologisk set, er dette en branche hvor IT løsninger er af en væsentlig indflydelse. Hertil har væsentligheden af en IT venlig købsprocess været synliggjort og yderligere den teknologiske udvikling inden for brændstof som medførte at Mols-Linien overvejede at skifte til Liquid Natural Gas efter de fik deres tilladelser godkendt fra kommuner, søfartsstyrelse og miljøstyrelsen.

8.3 RESSOURCEANALYSE

Virksomhedens ressourcer er vigtige at fastlægge eftersom at det er afgørende for en virksomheds succes. I dette afsnit vurderes de immaterielle ressourcer, de materielle anlægsressourcer og Mols Liniens strategiske netværk.

Immaterielle ressourcer

Tilbage i 2010 hvor den høje olie pris betød at Mols-Linien var nødsaget til at opjustere priserne (Mols-Linien kæmper med negativt image, Søfart.dk, 2013). Har senere hen haft den negative effekt at deres image som 'en dyr løsning' stadig er gældende, derved benyttede de efterfølgende år på at fremlægge deres faktiske konkurrence fordel, som analysen af de substituerende priser viste at være konkurrencedygtig med branchens andre aktører. Dette har været en vigtig parameter i deres markedsføring for at tiltrække kunderne, at de ikke længere er en dyr løsning samtidigt med at være blandt de hurtigste. Det vurderes ud fra deres stigende antal passagerer at de har formået at komme forbi denne barriere og er i gang med at vokse deres kundebase igen.

Materielle anlægsressourcer

ML indsatte tilbage i 2012 hurtigfærger, KatExpress 1, og yderligere i 2013 indsatte de KatExpress 2 (ML AR 2012). Disse to færger er erhvervet på en 10-årig leasingkontrakt med en efterfølgende købsoption ved udløb, hvilket er årsagen til de markant øgede langfristede finansielle leasingforpligtelser i 2012 (ML AR 2012). I 2011 lykkedes det at sælge deres to kombifærger på meget favorable vilkår. Dette betød at man kunne indfri al anlægsgæld i færgerne Mai, Mie og Max Mols, som man desuden råder over (ML AR 2011). De to førstnævnte har siden 2012 haft status som reservefærger. Kapacitetsmæssigt, kan deres nye færger rumme 3-4 flere biler og passagerer end deres reserve færger. Som følge af de nyindkøbte færger forventede de efterfølgende en stigning i antallet af biler fra 2012-2013 på ca. 46 % sammenlignet med en stigning fra 2011-2012 på 8,2 % (ML AR 2012). Den større kapacitet afspejles ligeledes i antallet af biler pr. afgang, som er steget med 63,0 %, og man forventer at færgerne kan medføre omkostningsbesparelse på 30-40 %. Herudover må det antages, at de nye hurtigfærger vil kræve færre omkostninger til reparation og vedligeholdelse. Sidst skal det også nævnes, at leasingarrangementet modsat ved køb, på trods af den uopsigelige 10-årige aftale, som dog kan indfris på andre vilkår (ML AR 2012), har den fordel, at der ikke skal bindes nær så meget kapital i anlægsaktiverne.

8.4 STRATEGISK NETVÆRK

ML begyndte et strategisk samarbejde med Abildskou busser tilbage i 2003, som kører fra København til Århus mange gange dagligt (Ny route til Århus åbner, sn.dk, 2003) På den måde udarbejdes en konkurrencemæssig fordel i forhold til MLs øvrige konkurrenter og begge parter forbedrer sin konkurrencemæssige position. Alternativet for Abildskou er at køre via Storebæltsbroen, en rute der tager længere tid. ML har modsat har ligeledes et incitament til at være fleksible over for Abildskou, som til gengæld giver Mols-Linien en større kundemasse, når det bliver et mere fordelagtigt alternativ til broen. Hos Mols-Linien har man da også i 2012 mærket effekten af samarbejdet, som har været medvirkende til en passagervækst på 7,1 % (ML AR 2012). Abildskou har desuden i april 2013 annonceret, at man udvider antallet af ruter over Kattegat, hvilket er meget positivt for ML's fremtidsudsigter (Flere afgang med linje 888, Abildskou.dk).

Mols-Linien har også en samarbejdsaftale med Hundested-Rørvig Færgefart, hertil tilbyder de i samspil en kombibillet for hele rejsedistancen. Yderligere har Mols-Linien også et samarbejde med Storebæltsbroen, dette samarbejde muliggør at anvende BroBizz hos Mols-Linien. Prisen for at anvende BroBizz er 800 DKK og betingelserne de samme som de øvrige BBC billetter.

8.6 SWOT

Ud fra gennemgåede ekstern og internanalyse kan deres konkurrencemæssigfordel nu vurderes. Den er dybt forankret i et godt serviceniveau, en grøn profil og værende en af de hurtigste transport løsninger i Danmark.



FIGUR 17 - SWOT MODEL, EGEN TILVIRKNING

Deres konkurrencemæssigfordel er på kortsigt holdbar, men på langsigt er der mange trusler som kan reducere/elimere markedsandele for Mols-Linien. Derved er der en forretningsmæssig risiko for Mols-Linien på lang sigt der vil blive bragt videre i budgetterings afsnit.

9.0 REGNSKABSANALYSE

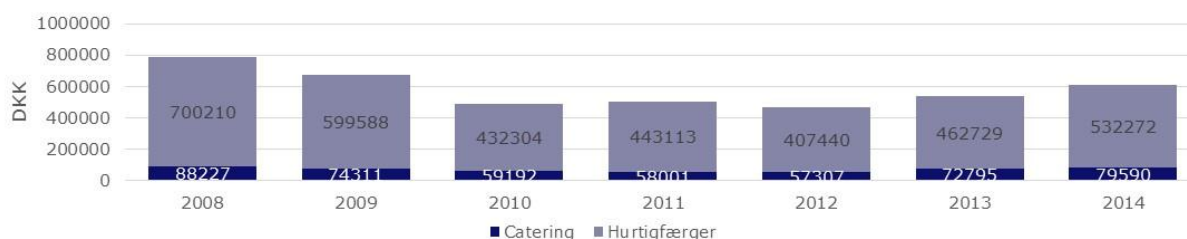
Tre områder vil blive dækket i denne sektion. Først, vil jeg kigge på kvaliteten af Mols-Liniens årsregnskaber med henblik på den valgte regnskabsperiode. For det andet, vil jeg forklare reformuleringerne i regnskabet og hvorledes specifikke poster hos Mols-Linien er blevet behandlet. For the tredje, vil Mols-Liniens profitabilitet blive analyseret. Formålet med performanceanalysen og rentabilitetsanalysen, er at undersøge profitabiliteten og den finansielle udvikling de seneste år. Dette er med til at fastlægge de interne styrker og svagheder, og hvilke områder, der skal sættes fokus på ift. et potentielt fremtidigt salg. En dybdegående performanceanalyse kan også hjælpe med at komme frem til specielle områder, der potentielt kan medføre reducerede omkostninger eller forøget omsætning. En vigtig del af denne analyse bliver således at kunne identificere de value drivere, som Mols-Linien kan fokusere på samt de områder, hvor der er brug for opmærksomhed for at kunne forbedre performance (Sørensen, Ole, 2013).

Historisk regnskabsperiode og dets udvikling

Analysen er baseret på MLs 7 tidligere årsrapporter. Motivationen for denne 7-årige periode er at inkludere effekten af finanskrisen. Dette vil give en samlet oversigt over MLs udvikling baseret på regnskabet. Desuden er den periode, relevant at vurdere ændringer i anvendt regnskabspraksis. Derudover har der været både et boom og recession, hvilket forventes at ske i fremtiden. Det har ikke været muligt at finde regnskaber som går længere tilbage end finanskrisen hos Mols-Liniens investor relation.

Mols-Linien har i de sidste syv år oplevet et fald i omsætningen fra næsten 800 mio. DKK ned til 491 mio. DKK, herefter oplevede de en gennemsnitlig vækst fra 2009/2010 til 2013/2014 på 6,05 %, med en forholdsvis stabilitet i væksten, 2012 som undtagelse som resulterede i en nettoomsætning i 2013/14 på 611 mio. DKK. Hvoraf 532 mio. DKK kommer fra deres hurtig færger (87,1% af omsætning) og 79,5 mio. DKK kommer fra deres catering om bord på færgerne (12,9% af omsætning). Dette er resultatet af, at Mols-Linien er blevet stillet overfor at skulle genveje deres forretningskoncept se på mulighederne for at øge omsætningen og nedbringe omkostningerne tilbage i 2010. Figur 18 viser Mols-Liniens nettoomsætning.

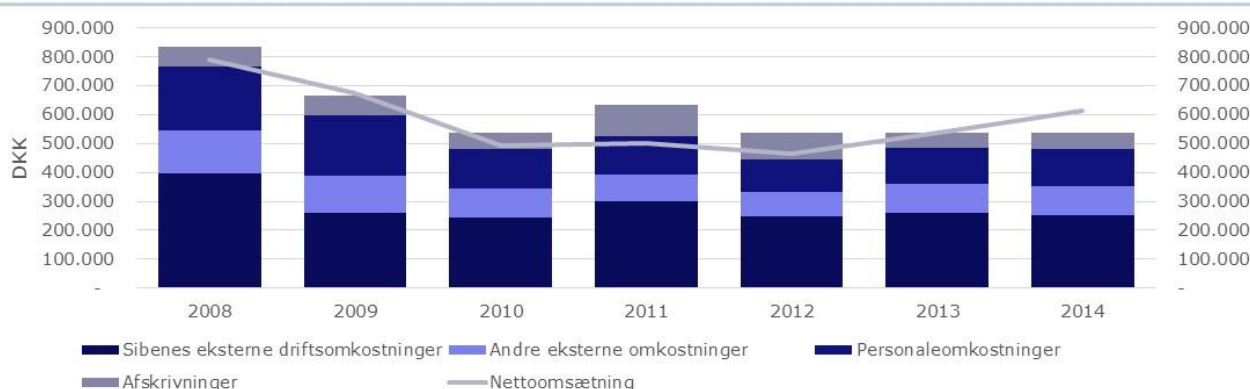
» Nettoomsætning (2007/08 – 2013/14) fordelt på Hurtigfærger og Catering



FIGUR 18 - MOLS-LINIENS NETTOOMSÆTNING (2007/08 TIL 2014/15), KILDE: MOLS-LINIENS ÅRSREGNSKABER, EGEN TILVIRKNING

Nettoomsætningen i Mols-Linien udgjorde i 2009/10 491 mio. DKK. Dette svarer til et fald på 37,6 % i forhold til 2007/08. Årsagen til faldet skyldes, at deres omkostninger steg ekstremt, denne stigning besluttede Mols-Liniens ledelse at brugerne betalte, som følge af denne beslutning faldt Mols-Liniens omsætning. Omvendt har Mols-Linien en solid position i Danmark, hvor omsætningen har været nogenlunde stabil i perioden 2009/10 til 2012/13. Dette kan skyldes, at markederne har været i recession med en reduceret købekraft hos forbrugerne, derved vil en højere billetpris blive fravalgt. De sidste to år har oplevet en gevaldig ændring, både at foretage skiftet over til finansiel leasing, men også et forøget fokus på deres service forretning har været med til at de igen styrker deres omsætning. Men det ses stadig at Mols-Linien oplever til dels store udsving fra år til år i deres omsætning. Dette understøtter ikke platformen for at foretage et opkøb af en virksomhed, hvor det kræver stabile cash flows, dette vil blive analyseret mere i dybden når det frie cash flow bliver berørt.

» Omsætningsudvikling (2007/08 – 2013/14) inkl. Nettoomsætning



FIGUR 19 - MOLS-LINIENS OMKOSTNINGSUDVIKLING (2007/08 TIL 2014/15) INKL. NETTOOMSÆTNING, KILDE: MOLS-LINIENS ÅRSREGNSKABER, EGEN TILVIRKNING

Denne udvikling afspejler sig ligeledes i figur 19 med deres omkostningsniveau på den ene akse og nettoomsætning på den anden. Omkostningerne har været meget svingende, og der tegner sig et tydeligt billede af, at der efter det dårlige år i 2008/09 kom fokus på omkostningerne således, at omkostningerne blev reduceret til et værdiskabende niveau, dette ses ikke værende tilfældet hvor omsætningen faktisk er faldet mere end hvad omkostningerne, med 2010/11 værende det værste år for Mols-Linien rent resultatmæssigt. Derimod ser fremtiden bedre ud for Mols-Linien, hvor de i 2012/13 og 2013/14 fremviser en voksende omsætning med et dertilhørende stabilt omkostningsniveau.

Den største omkostningsbesparelser kommer fra personaleomkostningerne⁶, hvor de har formået at effektivisere deres processer og derved have mulighed for at tilpasse deres arbejdsstyrke til et lavere niveau. Dette har medført at omkostningerne til personale er faldet fra 222 mio. DKK i 2007/08 til 128 mio. DKK i 2013/14, et fald på 42%. Yderligere har de reducerede oliepriser haft en betydelig indflydelse til at deres skibes driftsomkostninger har normaliseret sig på et lavere niveau som følge af den billigere købspris⁷. Deres andre eksterne driftsomkostninger⁸ er ligeledes blevet reduceret. Dette er gode udviklinger som i fremtiden vil resultere i en stærkere virksomhed og derved mere konkurrencedygtige med et bedre potentiale.

På trods af det øgede fokus på omkostninger de seneste syv år, har de stadig ikke formået at skabe overskud i årene 2007/08 til 2012/13, det lykkedes først i 2013/14, dette vil være det primære mål for den køvende kapitalfond at bibeholde og forbedre.

Næste del af regnskabsanalysen beskæftiger sig med Mols-Liniens aktiver og passiver. Her har Mols-Linien haft sine op- og nedture som i sidste ende har resulteret i store restruktureringer. Den samlede aktiv

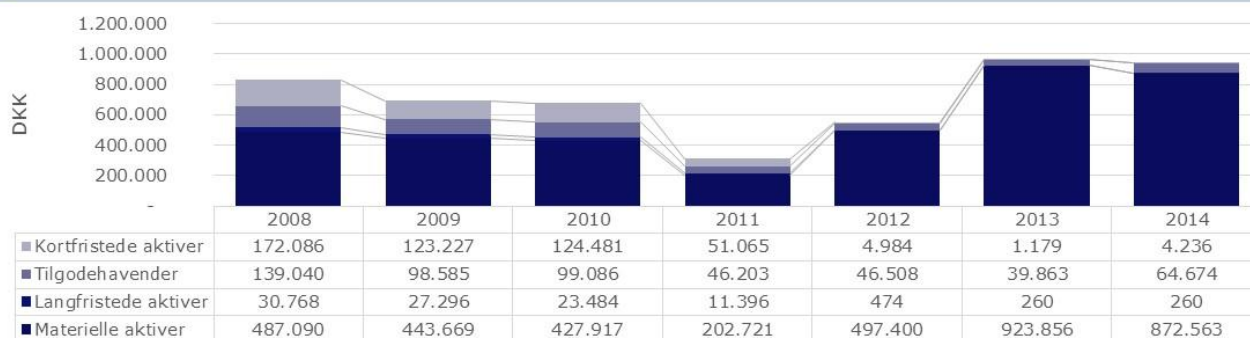
⁶ Omfatter lønninger, bidrag til social sikring, betalt ferie, sygefravær, bonus og andre montære/ikke-montære ydelser.

⁷ Omfatter olieforbrug, reparation, vedligeholdelse samt andre eksterne omkostninger

⁸ Omfatter omkostninger til terminaler, havneanlæg, vareforbrug og administrationsomkostninger

masse, bestående primært af materielle aktiver og tilgodehavender jf. figur 20, har, havde tilbage i 2010/11 sin største indvirkning da de skiftede til finansiel leasing, samtidigt med et salg af et tidligere skib og køb af to nye skibe. Dette placerede dem i en position hvor de havde mulighed for at reducere deres kortfristede og langfristede aktiver (reduceret med 97,5% og 99,15% respektive).

» Aktiver (2007/08 – 2013/14)

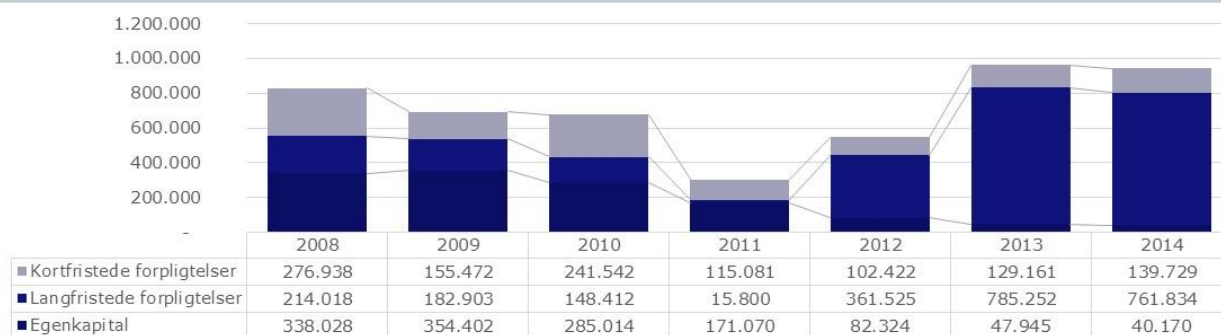


FIGUR 20 - MOLS-LINIENS AKTIVER (2007/08 TIL 2014/15) INKL NETTOOMSÆTNING, KILDE: MOLS-LINIENS ÅRSREGNSKABER, EGEN TILVIRKNING

Samlet set har aktiv massen igennem den analyserede periode bevæget sig med et maksimum på 965 mio. DKK og et minimum på 311 mio. DKK, som følge af ovenstående ændringer, igennem den analyserede periode er den vokset med 13,6%. Det vurderes at med deres nye skibs køb at deres aktivmasse over de kommende år vil stige yderligere. Reduktionen af de langfristede aktiver kommer primært fra en reduktion i deres finansielle aktiver og tilgodehavender hos dattervirksomheder, denne udvikling vurderes at forsætte og derved vil de langfristede aktiver på sigt være reduceret til et absolut minimum (1% af 2007/08 niveau i øjeblikket). Yderligere har de forbedret deres tilgodehavender, som er blevet reduceret med 53,49%, dette er gjort igennem at reducere deres varebeholdninger, som anses for dødt kapital til det halve over den analyserede periode. Dette vil blive berørt yderligere i analysen af deres omsætningshastighed.

Deres organisatoriske og finansielle beslutninger er endnu tydeligere i deres passiver, illustreret i figur 21.

» Passiver (2007/08 – 2013/14)



FIGUR 21 - MOLS-LINIENS PASSIVER (2007/08 TIL 2014/15) INKL NETTOOMSÆTNING, KILDE: MOLS-LINIENS ÅRSREGNSKABER, EGEN TILVIRKNING

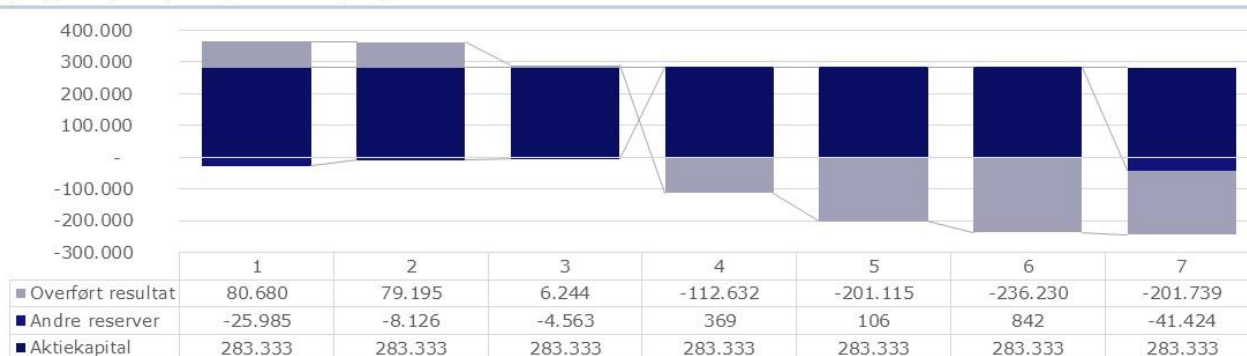
Deres passiver bygger primært på kort- og langfristede forpligtelser sammen med deres egenkapital. Tilbage i 2007/08 var der næsten en 1/3 fordeling iblandt dem. Som følge af finansiering af nye færges og overgangen til en finansiel leasing model, får de en lavere egenkapital og en forøgelse i de langfristede forpligtelser, hvor deres egenkapital er faldet med 88% og deres langfristede forpligtelser med 50%. I perioden op til 2009/10 ses at egenkapital ligger forholdsvis stabilt, men derimod i perioden efter 2009/10 regnskabet, er det tydeligt at virksomheden operer med en forholdsvis stor egenkapital som langsomt bliver spist op af dårlige resultater, hvor de på nuværende tidspunkt har en egenkapital på 40 mio. DKK i forhold til en egenkapital på 338 mio. DKK tilbage i 2007/08.

Ydermere i de langfristede forpligtelser er ændringerne naturlige følger af finansiel leasing, denne er blevet forøget med 256%. Denne forøgelse i de langfristede forpligtelser en indikation på at virksomhed investerer i at vokse og at de tænker langsigtet. Stigningen i denne skyldes ligeledes et skiftet af finansieringstype for færgerne så de indgår som et lån i virksomheden, det er i dette tilfælde noteret i årsregnskabet som finansiel leasing, dette betyder at det ikke bliver realiseret på balancen i forhold til operationel leasing og ikke påvirker EBITDA.

Deres kortfristede forpligtelser er blevet reduceret som følge af det stigende langsigtet fokus. Dette har resulteret i en reduktion på 49,5%.

For at nærmere se på denne egenkapitals reduktion, vurderes herved deres historiske egenkapital for den analyserede periode. Deres egenkapital består primært af aktiekapitalen med dertilhørende reserver og et overført resultat. Det er tydeligt at se det overførte resultats indflydelse på den samlede egenkapital. Andre reserver har også en negativ indflydelse på Mols-Liniens egenkapital. Derved kan det konkluderes at årsagen til deres lave egenkapital primært skyldes tidligere år med dårligere resultater. På baggrund af deres seneste udmeld omkring årets resultat, hvori de opjusterer deres forventninger til 90 til 110 mio. DKK (Mols-Linien forventer et endnu bedre resultat i 2016, Finans.dk). Hertil vurderes det at de er ved at komme på rette køl igen. Dette vil blive anvendt i værdiansættelsen med en endnu ukendt vækst rate.

» Egenkapital (2007/08 – 2013/14)



FIGUR 22 – MOLS-LINIENS EGENKAPITAL (2007/08 TIL 2014/15) INKL. NETTOOMSÆTNING, KILDE: MOLS LINIENS ÅRSREGNSKABER, EGEN TILVIRKNING

Samlet set er Mols-Linien performance meget ustabil på både deres balance og resultatopgørelse. På grund af denne turbulente udvikling, hvor 2010/11 blev markeret som værende deres værste år, har de sidenhen formået at løse deres negative problemer og muliggøre en positiv indtjening. Dette er sket ved at reducere deres omkostningsniveau, finansielle ændringer og organisatoriske ændringer, herved vurderer jeg at de er blevet bedre stillet for fremtiden. Yderligere ligger normen indenfor branchens Overført resultat i forhold til virksomhedens værdi på 8,91%, Mols-Liniens niveau ligger ultimo 2014 på 3,09%.

Revisionspåtegninger og Regnskabskvalitet

Som ML er en børsnoteret virksomhed i Danmark indtil ultimo april 2016, er det nødvendigt at opgive oplysninger i henhold til IFRS og oplysningskravene i OMX Københavns Fondsbørs. PriceWaterCoopers er den uafhængige revisor for Mols-Linien. Revisionspåtegningen omfatter ikke eventuelle forholdsregler eller lignende og tilslutter at MLs årlige rapporter er en "fair billede" af virksomheden og skabt i forhold til IFRS.

Ikke desto mindre har ledelsen stadig fleksibilitet i regnskabsposter, dette kræver subjektive skøn, eksempelvis nedskrivning, afskrivninger og hensættelser. Med hensyn til dette, er de årlige rapporter, omhyggeligt undersøgt, når man analyserer disse subjektive elementer.

9.1 REFORMULERING

Reformuleringens fremgangsmåde er opdelt i tre sektioner: Resultatopgørelse, balance og egenkapital opgørelse. Formålet med dette er at forberede årsregnskabet for en nyttig rentabilitetsanalyse, der skal tjene som udgangspunkt for prognosen. Reformuleringen af egenkapitalen er vedlagt i bilag 11, resultatopgørelsen vedlagt i bilag 12 og balancen vedlagt i bilag 13.

Reformuleringen af egenkapitalopgørelse diskuterer 'clean-surplus' regnskab, korrektion af udbytte og aktiebaseret vederlæggelse. Resultatopgørelsen i differentierer core driftsindtægter (OI) fra usædvanlige indkomst (UI). Dette er gjort for at beregne afkastet, der er relateret til NOA. De finansielle indtægter /

udgifter er adskilt fra OI og UI for at estimere NBC. Balancen omformuleres for at skelne mellem NOA og NFO.

REFORMULERING AF EGENKAPITALS OPGØRELSE

Reformuleringen af egenkapitals opgørelse (SE) illustrerer alle de transaktioner der har påvirket egenkapitalen i virksomheden (Penman, 2013) Denne opgørelse allokerer rapporteret indtjening, ved at identificerer deres *comprehensive income*. Yderligere, kan ejernes afkast for perioden beregnes (OCE) og væksten i egenkapital ud fra data i SE.

$$ROCE \text{ before Minority interest (MI)} = \frac{\text{Comprehensive Income before MI}}{0,5*(CSE_t + CSE_{t-1})} \text{ (Penman, 2013)}$$

REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSEN

Ifølge Penman (2013) er den omformulerede resultatopgørelse en afgørende del. Målet er at adskille driftsposter fra finansieringsaktivitet poster. Derfor skelner man mellem centrale driftsposter og ikke-driftsmæssige poster. Derved er det nødvendigt at analysere noterne i MLs årsrapporter, at adskille *core operating income fra sales* og *core other operating income*, som er overført fra associerede virksomheder. Desuden vil forbigående emner blive behandlet f.eks. særlige poster. Den omformulerede resultatopgørelsen omfatter elementer fra omformulerede egenkapitalopgørelse for ejerens egenkapital og det opnåede resultat fra det omformulerede indkomst totalindkomst.

Endelig er fordelingen af skatter tildelt drifts- og finansiering emner, så driftsresultatet fra salg efter skat påvirkes ikke af skatteskjoldet som de finansielle omkostninger genererer. Den marginale skat for var 25% frem til 2013 og 23,5% i 2014.

REFORMULERING AF BALANCEN

Ifølge Penman (2013), klassificerer man balancen ved at kategorisere posterne til *Operating Assets (OA)*, *Financial Assets (FA)*, *Operating Liabilities (OL)* og *Financial Obligations (FO)*.

Derved bliver Net Operating Assets (NOA) beregnet således:

$$NOA_t = NOA_{t-1} + OI_t - (C_t - I_t) = OA_t - OL_t \text{ (Penman, 2013)}$$

Net Financial Assets/Obligations (NFA/NFO) bliver beregnes således:

$$NFA = NFA_{t-1} + NFI_t + (C_t - I_t) - d_t = FA_t - FO_t \text{ or } NFO_t = FO_t - FA_t \text{ (Penman, 2013)}$$

Afslutningsvis, bliver common shareholder's equity (CSE) beregnes således:

$$CSE = NOA_t - NFO_t - \text{minority interest}$$

Formålet med at reformulere balancen er at adskille ikke-tilbagevendende, transitoriske og tilbagevendende poster. Yderligere identificerer man finansieringsposterne og drift posterne til at forudsige en plausibel balance i fremtiden.

VIGTIGE POSTER I REGNSKABET

Dette afsnit vil berøre fleksible poster i et regnskab, som i sidste ende vil resultere i en mere fair value med forhold for den underliggende usikkerhed.

Korrigerig i Langfristede aktiver: Tilbage i marts 2011 ankom Søren Jespersen til ledelsen, hvor han afløste mange årige Preben Wolf (Ny mand ved roret vender Mols-Linien, Borsen.dk). Her besluttede han at ændre Mols-Liniens kurs som resulterede i et meget højt omkostningsniveau i 2011 regnskabet. Dette kaldes også 'big-bath' og er forholdsvis almindeligt ved ledelsesskift. Dette er derimod meget frygtet af investorer fordi at hvis dette ønskes at foretages, kræver det at justere regnskabet. Det er ikke muligt at justere for dette, men anses for en identifikation af et for højt omkostningsniveau.

Hensatte forpligtelser er et en af posterne en virksomhed kan justere på forholdsvis nemt, hvis de ønsker at tilpasse et regnskab. Denne post er tilknyttet en afviklingsdato og en diskonteringsrente der bliver fastsat af ledelsen ud fra bedste estimation. Eftersom at denne post er forholdsvis lav hos ML (200.000 DKK), vil den ikke blive justeret.

Den udskudte skat hidrører fra en regnskabsmæssig forskel imellem årsregnskabet og den skattepligtige indkomst. Eftersom at opgørelsen af Mols-Liniens skattepligtige indkomst ikke er offentliggjort, er det ikke muligt at angive, hvordan disse forskelle opstår. Penman (2013) anbefaler, at denne skatteforpligtelse bør behandles som relateret til kerneaktiviteterne, eftersom at den sandsynligvis opstår deraf. Hvorimod Petersen og Plenbog (2012) anbefaler at dette udskudte ansvar kan karakteriseres som kvasi-egenkapital, altså under den forudsætning at dette ansvar aldrig afregnes. Det betyder at den ikke repræsenterer nogen økonomisk fordel.

Afskrivningerne for Mols-Linien er knyttet direkte til deres leasing løsning, dette vil blive berørt yderligere. Deres estimationer for afskrivningsperiode afviger en smule fra normen, hvor afskrivningsloven § 17 forklarer at den maks må være 4%, dvs. 25 år.

<i>Hurtig færger</i>	20-25 år
<i>Periodiske eftersyn, skibe</i>	1-10 år
<i>Bygninger, terminaler og havneanlæg</i>	5-20 år
<i>Driftsmateriel og inventar</i>	3-5 år

TABEL 10 - AFSKRIVNINGER FRA MOLS-LINIENS ÅRSRAPPORT 2014

Derved vurderer jeg deres afskrivningsmetode til at være meget konservativ og måske kan visse elementer i afskrivningerne kan være accelererede i forhold til den faktiske situation. Overordnet set betyder det at Core Operating Income vil være lavere end den faktiske.

Optimalt, vil der justeres for dette, men det er ikke muligt eftersom at Mols-Linien ikke udgiver nogen specifikationer på deres angivne aktiver. Den eneste løsning er at acceptere denne arbitrære bias eftersom at net effekten er ukendt.

Finansiell Leasing har en stor indflydelse på Mols-Linien, her nævner de i deres årsregnskab at denne finansielle leasing indregnes i balancen til det laveste af dagsværdien af aktivet inkl. nutidsværdien af leasing ydelserne. Hertil anvender de leasingaftalens interne rentefod, eller en tilnærmet værdi som diskonteringsfaktor (ML Årsrapport 2013/14). Dette betyder for Mols-Linien at de i øjeblikket realiserer en højere EBIT eftersom at de tager nogle omkostninger ud af deres driftsomkostninger. Dette har den indflydelse på værdiansættelsen at det i sidste ende vil resultere i et lavere frit cash flow⁹ og først fluktuere i det frie cash flow til ejerne¹⁰. Derved vil det overvurdere virksomhedens drift og derved sande teoretiske værdi. Dette er blevet reformuleret i regnskabet så den finansielle leasing optræder som en operationel leasing. Ligeledes finansielle leasing forpligtelser, giver det ledelsen incitament hvis der er bonus aflønning på basis af EBIT, EBITDA eller lignende nøgletal som benytter operationel indtjening. Dette skyldes at ved finansiell leasing indgår det først senere – i sidste ende giver det ledelsen en højere bonus. (Plenborg et al. 2015, s. 451). Det er desværre ikke muligt at korrigere for dette fuldstændigt præcist eftersom at deres årsregnskab ikke opgør den præcise afskrivning af deres leasing aktiver. Derfor er jeg nødsaget til 1) reformulere under antagelsen at største delen af deres afskrivninger går til skibene, hvilket jeg anser for realistisk og 2) fastsætte en diskonteringsrente til at tilbagebetale leasing ydelserne når de konverteres fra operationel til finansiell leasing. Først skal afskrivningsstrukturen bestemmes, her skriver Mols-Linien i deres kontrakt at anvende en 10 årig leasing kontrakt med købsmulighed efterfølgende. Yderligere fastlægger de at deres afskrivningsperiode for skibe er 25 år. Se bilag X for afskrivningstabellen for deres nuværende skibsflåde og for deres kommende køb af færgen. Eftersom at for alvor først skiftede til finansiell leasing tilbage i 2012, er det først muligt at foretage denne korrigering for

årene 2013 og 2014. Effekten vil være således, ved anvendelse af en diskonteringsrente på 10%.

⁹ Forkortes FCF

¹⁰ Forkortes FCFE

Finansiell Leasing	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsætning	673.899	491.496	501.114	464.747	535.524	611.862
Drifts omkostninger	596.674	480.455	525.792	433.781	476.827	481.014
Afskrivninger på leasede	70.237	55.354	108.600	91.549	51.286	54.458
EBIT	6.988	-44.313	-133.278	-60.583	7.411	86.216
Finansielle omkostninger	4.977	1.601	1.081	117	4.450	3.430
Rente på gæld (2%)	14.217	8.694	9.591	24.362	46.882	55.123

TABEL 11 - FINANSIEL LEASING FOR MOLS-LINIENS AKTIVER, EGEN TILVIRKNING, KILDE: MOLS-LINIENS ÅRSREGNSKABER

Tabel 11, illustrerer den nuværende situation for Mols-Linien, tabel 14, illustrerer den korrekte situation for Mols-Linien hvor deres EBIT bliver korrekt påvirket af deres drift risiko.

Operationel Leasing	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsætning	673.899	491.496	501.114	464.747	535.524	611.862
Drifts omkostninger	596.674	480.455	525.792	433.781	476.827	481.014
Leasing ydelse					86.258	86.258
EBIT					-27.561	44.590

TABEL 12 – OPERATIONEL LEASING FOR MOLS-LINIENS AKTIVER, EGEN TILVIRKNING, KILDE: MOLS-LINIENS ÅRSREGNSKABER

Det interessante her er, som tidligere nævnt, at deres EBIT rent faktisk bliver rapporteret højere end reelt set er sandt. Herved vil den operationelle leasing plan anvendes fremadrettet for at inkludere Mols-Liniens fulde drift risiko.

9.2 RENTABILITETSANALYSE

Analysen tager udgangspunkt i DuPont rentabilitets opdeling, hvor det første niveau er aktionærernes afkast (RNOA). Analysen af RNOA er sammensat i forhold til den strategiske analyse, og tjener det formål at støtte grundlaget for prognosen. Analysen af RNOA er adskilt i et afsnit om afvejningen fra PM og aktivernes omsætningshastighed (ATO), efterfulgt af en nedbrydning af MLs PM og 1 / ATO.

Rentabilitetsanalysen vil ikke indeholde et afsnit om MLs SPREAD da dette refererer til ROCE. Derfor vil afsnittet om FLEV'en og Spread ikke tilføje værdi til min prognose eller kapitalomkostninger sektion (Penman, 2013).

Alle beregninger er baseret på toårige gennemsnit, og jeg benytter den inverse omsætningshastighed som jeg anser værende mere intuitiv i forhold til normal omsætning satser. Analysen tager udgangspunkt i DuPont modellen, som er vedlagt i bilag 15.

9.2.1 PM og ATO

Penman (2013) illustrerer at der er et omvendt forhold mellem PM og ATO. Denne undersøgelse er foretaget for forskellige industrier. Imidlertid er skibsindustrien ikke repræsenteret, hvilket er grunden til det ikke er muligt at benchmarke ML. Ikke desto mindre kan jeg sammenligne ML til den historiske linje viser det omvendte forhold for en konstant RNOA på -14,6%, hvilket på sigt ikke er rentabelt. Det er

vanskeligt at sammenligne dette til ML, hvor PM har været meget svingende på grund af faktorer, der er omfattet i nedbrydningen af PM. Dette betyder at fremtidens PM vil højst sandsynligt blive stigende og derved kan et historisk gennemsnit ikke anvendes. Mens ATO bevæger sig modsat af PM, så hvis Mols-Linien realiserer en høj PM, får de alt andet lige en lavere ATO. ML realiserer en høj ATO i årene 2009, 2011 og 2012. Årsagen vil blive bestemt i dekomponering. Dette synes rimelig i betragtning, at MLs omsætning genereres primært i et mættet marked, hvilket reducerer muligheden for at opnå en enten høj PM eller ATO. Men det flygtige dyk PM var på tilbage i 2011 og den gunstige udvikling af ATO i 2011 og 2012 er interessant, at undersøge nærmere, som er dækket i de følgende afsnit.

9.2.2 PM DEKOMPONERET

Overskudsgraden nedbrydes i tre primære kategorier; Skibenes driftsomkostninger, personaleomkostninger og andre omkostninger. Nedbrydningen centrer på de mest variable cost drivere i hver kategori.

Skibenes driftsomkostningers primære driver er omkostninger vedrørende olieforbrug, reparation, vedligeholdelse samt andre eksterne omkostninger (ML Årsrapport 2014). Her vurderede PESTEL analysen at omkostningerne for olie ligger på et lavt niveau og at fremtiden på dette produkts pris er ukendt. Det ses yderligere efter skiftet til dette tilbage i 2012, har deres omkostninger oplevet en faldende trend. Det vurderes at reparation og vedlæggende udgør en bestandelig del i deres omkostninger som følge af at de ikke følger omsætningsudviklingen parallelt.

Personaleomkostningerne omfatter lønninger, bidrag til social sikring, betalt ferie, sygefravær, bonus og andre montære/ikke-montære ydelser. Det vigtige at bide mærke i er at den er faldende fra 2010, dette skyldes en effektiviseret arbejdsstyrke, som er blevet reduceret gevaldigt de seneste år.

Andre omkostninger omfatter omkostninger til terminaler, havneanlæg, vareforbrug og administrationsomkostninger, dette ligger på et forholdsvis stabilt niveau i forhold til omsætning og vurderes at bestå primært af variable omkostninger. Derved kan udsvingene i PM konkluderes primært at skyldes faste omkostninger

9.2.3 ATO DEKOMPONERET

Omsætningshastigheden dekomponeres ned i tre elementer, hhv. langfristede aktiver, driftsaktiver og den kortfristede gæld. Nedbrydningen centrer på de mest variable cost drivere i hver kategori.

De langfristede aktiver består af deres skibe, terminaler og havne og driftsmidler. En naturlig udvikling i deres omkostninger til skibe som følge af deres opgraderede flåde tilbage i 2012, er det naturligt at det næste år vil opleve en højere ATO for skibene. Det interessante i deres langfristede aktiver er både terminalerne og driftsmidlerne. Disse har været faldende til et 0,01 niveau fra 0,03 niveau kun fem år

tidligere. Dette betyder at nu består de langfristede aktiver primært af skibene og deres omkostninger til havne og driftsmidler antages at være nået et minimum (17.4 mio. DKK til terminaler og 5,2 mio. til driftsmidler i 2014).

Deres driftsaktiver består af deres varebeholdning og andre tilgodehavender, her kan man se at de har effektiviseret deres varelager, som tilbage i 2010 påvirkede AOH med 0,11 til kun at påvirke AOH med 0,04 i 2014. Dette betyder at de har reduceret deres varelager betydeligt de seneste år og derved påvirker denne AOH negativt og resulterer i en lavere værdi.

Deres tilgodehavende fra salg er ligeledes blevet reduceret, det har ikke været muligt at fastlægge en årsag, men det vurderes at skyldes bedre kreditvilkår.

9.3 DELKONKLUSION

Rentabilitetsanalysen viser, at Mols-Linien har klaret sig bedre i deres seneste år i forhold til hele den analyserede periode. Det vurderes at de har foretaget en række initiativer med henblik på at forbedre virksomheden, hvor de som servicevirksomheder gør, nu fokuserer på at realiserer en god profitmargin. Den volatilitet som er repræsentativ i RNOA, skyldes stabile niveauer i deres faste omkostninger og derved bliver de hårdt ramt hvis deres omsætning ikke følger med. Udviklingen i tallene, både som følge af nye skibe, bedre billetpriser og nye markedsvilkår – har haft en positiv indflydelse på Mols-Linien fremadrettet.

10.0 RISIKOVURDERING

For estimere en korrekt værdi kræver det at vurdere de driftsmæssige risici Mols-Linien selv opfatter de er underlagt. Formålet med dette afsnit er at tage højde for den risici de er eksponeret overfor.

10.1 DRIFTMÆSSIGE RISICI

Mols-Linien fastlægger i deres årsrapport et antal risici knyttet til deres drift (ML AR 2014). De lægger vægt på at de primære drivers er 1) Antallet af og gennemsnitsprisen på overførsler af personbiler, som vælger Mols-Linien. (ML AR 2014) og 2) Prisen på brændstof til rederiet færger (ML AR 2014).

Personbilernes effekt, argumenteres at hvis antallet af overførte biler eller gennemsnitspriser ændrer sig med +/- 5% ift. Mols-Liniens forventede volumen og gennemsnitspris, så ændrer det +/- 28 mio. DKK. Hvor Mols-Linien estimerer et udsving på deres brændstof at ligge i et interval på +/- 10% der medfører et forøget/reduceret resultat på 22,0 mio. DKK

10.2 FINANSIELLE RISICI

Deres finansielle risiko består primært i valuta udsving i forhold til EUR (ML AR 2014). Her vurderer de kursudsving i euroen på +/- 1% vil betyde at deres egenkapital forøges/reduceres med 8 mio. DKK. Denne risiko anses for værende ikke eksisterende som følge af fast kurs aftalen Danmark har indgået med Europa.

11.0 ESTIMERING AF KAPITALOMKOSTNINGER

I denne sektion vil jeg fastlægge de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC), som involverer en grundig undersøgelse af den fundamentale risiko specifik til virksomheden. WACC'en har to nøgle implikationer. For det første repræsenterer den et afkasts niveau som virksomhed skal genere for at skabe værdi, i.e. deres RNAO skal overstige deres WACC for at skabe værdi. For det andet, skal den benyttes til at bestemme diskonteringsfaktorerne som de estimerede cash flows bliver tilbagediskonteret til nutidsværdi med. En dynamisk WACC at illustrere at den tilpasses hvert år, derved fanger den udviklingen i markedsværdier af egenkapitalen, de netto finansielle forpligtelser og ændringer i den anvendte virksomhedsskat. Fluktuationer i disse parametre påvirker *cost of capital*, og i sidste endte værdiestimatet. Denne fremgangsmetode vurderes mere korrekt end at pålægge en konstant WACC.

De gennemsnitlige kapitalomkostninger udledes igennem denne formel:

» Gennemsnitlige kapitalomkostninger, kilde: Penman (2013)

$$\rho_F = \frac{V_0^E}{V_0^{NOA}} * \rho_E + \frac{V_0^D}{V_0^{NOA}} * \rho_D * (1 - t)$$

11.1 ESTIMERING AF KAPITALSTRUKTUREN

Kapitalstrukturen afspejler den andel af egenkapital og NFO en virksomhed finansieres igennem. ML optimerer deres kapitalstruktur, herunder deres behov for kapital. De nævner ikke deres optimale kapitalstruktur i årsrapport, derved må denne kapitalstruktur estimeres. Den generelle tilgang, der anvendes til vurdering af kapitalstrukturen for børsnoterede selskaber er at bruge den officielle markedsværdi af egenkapitalen ved værdiansættelsen dato, og at anvende markedsværdien af NFO (typisk den bogførte værdi af NFO bruges som en proxy for markedsværdien). Denne fremgangsmåde er imidlertid ikke passende for denne vurdering. Som den centrale målsætning for denne afhandling er at udfordre den officielle markedsværdi. Derfor ønsker jeg at anvende en WACC, der udfordrer markedet. Anvendelse af officielle markedsværdi i min WACC ville ikke være en "ren" udfordring af markedet.

Dette efterlader mig med følgende to tilgange: Den første metode er at basere kapitalstrukturen på en gruppe af sammenlignelige børsnoterede selskaber. En central forudsætning for denne tilgang er, at peers har lignende operationelle risici, som får dem til at målrette det samme niveau af kapitalstruktur. En høj driftsrisiko tvinger virksomhederne til at tage på et lavt niveau af gæld med højere risiko for konkurs, mens virksomheder med lav driftsrisiko har en tendens til at tage på mere gæld for at høste værdifordele fra et højere skatteskjold. Medianværdien af peers kapitalstrukturen kan derfor anvendes som en proxy for kapitalstrukturen i den vurderede virksomhed. Den anden metode er at anvende den iteration metode. I denne metode, er gentagelser udført i Excel om værdiansættelse af den faktiske V_0^E og V_0^D anvendes i

kapitalstrukturen, indtil de er identiske. Som et resultat, løser denne tilgang det velkendte cirkularitet problem i værdiansættelsen, da det sikrer sammenhæng mellem egenkapitalens estimat og egenkapitalen anvendes i kapitalstrukturen (Mejía-Peláez & Ignacio Vélez-Pareja, 2011). Iterationen metode anses overlegen i forhold til den første fremgangsmåde, fordi det er mere firmaspecifik. For at kunne bruge iteration, skal alle andre aspekter af værdiansættelsen færdiggøres, dvs. prognoserne, at skøn over markedsværdien af NFO, WACC, osv. iteration metode giver en kapitalstruktur estimat af ML svarende til 44% $\left(\frac{D}{V} = \frac{NFO}{EV} = \frac{782.471}{1.771.092} = 0,44, \frac{D}{E} = \frac{0,44}{(1-0,44)} = 0,79\right)$. I forhold til normen i branchen på 0,608 i Europa ligger deres D/E ratio på 0,79. Dette betyder at Mols-Liniens kapitalstruktur inkluderer mere gæld end gennemsnittet i branchen.

11.2 ESTIMERING AF RISIKOFRI RENTE

For at vurdere risikoen rente, anvendes den udvidede model af Nielson-Siegel-Svensson (NS-S). Konkret er denne model, der anvendes til at estimere en interesse-kurve, der projiceres gennem en funktion udtryk, hvor parametrene estimeres fra nulkuponobligationer og priser. Det er ikke muligt at finde nulkuponobligationer i Danmark og derfor benyttes i stedet kuponbærende obligationer. For at modellere en rentekurve kan der anvendes tre teorier, Nelson Siegel (-Svensson), Bootstrapping, og Cubic Spline.

Nelson Siegel metoden bygger på, at rentekurven kan estimeres ud fra et fast funktionsudtryk, hvor et antal parameter bliver estimeret ud fra kuponbærende betalinger og priser. I 1994 blev Nelson Siegel metoden udbygget med et ekstra led (Svensson), dette led blev implementeret for, at give kurven en bedre fitting på den lange rente. Nelson Siegel Svensson betegnes (NSS) fremover. Forskriften for Nelson Siegel Svensson ser således ud:

» Nelson-Siegel-Svensson formel

$$y(\tau) = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1 - e^{-\frac{m}{\tau_1}}}{\frac{m}{\tau_1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{1 - e^{-\frac{m}{\tau_1}}}{\frac{m}{\tau_1}} - e^{-\frac{m}{\tau_1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{1 - e^{-\frac{m}{\tau_2}}}{\frac{m}{\tau_2}} - e^{-\frac{m}{\tau_2}} \right)$$

Fordelen ved at bruge NS-S er, at modellen er forholdsvis enkel og kan antage S-former, pukler og det passer næsten alle former af interesse-kurver baseret på nul-kupon renter (Michael Christensen, 2014). Statsobligationer i Danmark mangler likviditet (Nationalbanken, 2014), derfor, som et alternativ til den nul-kupon, estimeres interesse-kurve gennem danske SWAP-satser med en løbetid intervallet 0,5-30 år. De anvendte ligninger for dette udbytte estimat kurve samt de underliggende beregninger, forklaringer og grafer er vist i bilag 18.

Modellen er vedlagt i bilag, hvor resultat af modellen er:

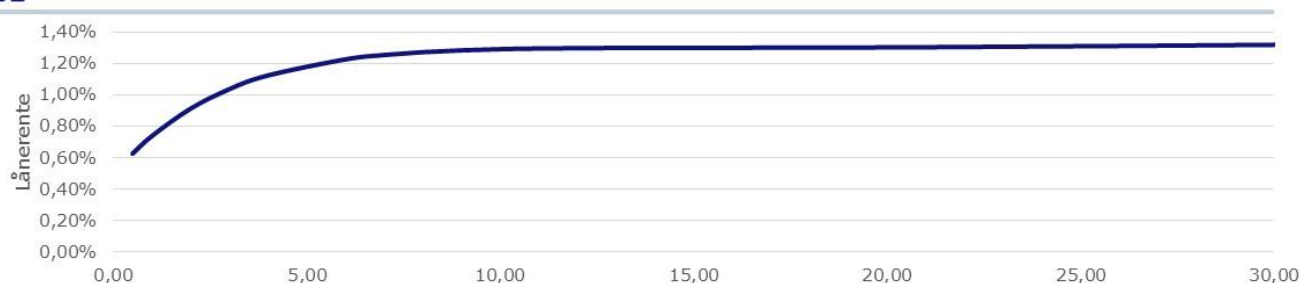
11.0 ESTIMERING AF KAPITALOMKOSTNINGER

	Φ_1	Φ_2	Φ_3	Φ_4	t_1	t_2
Nelson Siegel Svensson	0,0139	-0,0091	-0,0218	0,0328	5,0838	4

TABEL 13 - NELSON SIEGEL SVENSSON OUTPUT, EGEN TILVIRKNING, FINDES I EXCELARK: NELSON-SIEGEL-SVENSSON

Ud fra fundne parametre er der to anvendes metoder, 1) at anvende ϕ 'erne og estimere en konstant kort og lang rente, eller 2) at anvende det variable risikofrie rente som NSS bestemmer ud fra estimerne. Ved at iagttage parametrene, kan man betragte ϕ 'erne, og ud fra dem finde frem til den hhv. Korte og lange rente. Ved $\Phi_1 + \Phi_2$ dvs. $(0,0139 + -0,0091) = 0,0049\%$ betragtes dette jf. den grundlæggende teori som den korte rente. For den lange rente, bliver der tolket på Φ_1 , som i dette tilfælde er 1,39%, dette betyder, at hvis swapkurven bliver betragtet udover en 30-årig periode, vil renten konvergere mod 1,39%. T angiver parameteret for konvergenshastighed. Anvendes metode to vil resultere i nedenstående output.

» Den risikofrie rente bestemt ud fra NSS



FIGUR 23 – NELSON SIEGEL SVENSSON NULKUPONRENTE KURVE, EGEN TILVIRKNING, KILDE: NORDEA ANALYTICS

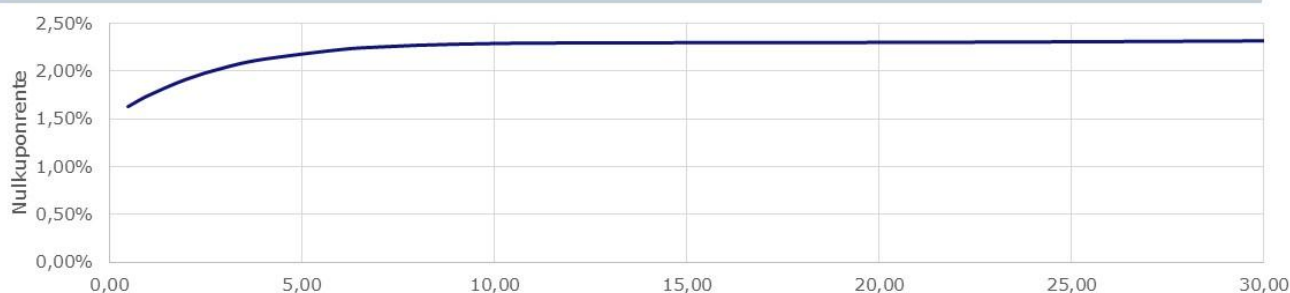
Det bemærkes at renten har sit toppunkt på $(n=23)$, hvor den når op på 1,30%, og derefter fremkommer en forholdsvis stabil hældning, som fortsætter i al fremtid. Hvor den vil over tid vil gå mod den lange rente

Det vurderes at en variabel risikofri rente afspejler den danske økonomi bedre end en konstant fast, dette skyldes at PESTEL modellen fastlagt at Danmark er på vej ud af en recession og det er kendt fra økonomisk teori at i et land med vækst, vil de stræbe efter at forøge lånerenten for at have en mere samfundsgavne økonomi.

Fra et teoretisk synspunkt kan estimatet på 2,398% anvendes som risikofri rente, men estimatet skal repræsentere den sats, der kan lånes til i markedet, det vil sige en markedsrisikofri rente. Derfor er tilføjes et spread til alle nul-kupon statsobligationer for at kompensere for den kreditrisiko der er forbundet med mere risikobetonede obligationer. For at opnå denne rente tillægges et spread på 1% for at afspejles markedet risikofrie rente (Michael Christensen, 2014). Dette betyder at den anvende rentestruktur ser således ud

11.0 ESTIMERING AF KAPITALOMKOSTNINGER

» Markedets risikofrie rente bestemt ud fra NSS



FIGUR 24 – NELSON SIEGEL SVENSSON NULKUPONRENTE KURVE TILLAGT EN MARKEDSSPREAD, EGEN TILVIRKNING, KILDE: NORDEA ANALYTICS

Derved bliver den teoretiske markeds risikofrie rente estimeret til at begynde på 1,63% og derefter stige op til 2,25% i værdiansættelses 9 perioder. For at kontrollere gyldigheden af dette skøn, har jeg vurderet den forventede inflation og realvækst i Danmark. Tilføjelse realvækst til inflation fungerer som en proxy for den risikofrie rente (Damodaran, 2011).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Real BNP vækst	1,195%	1,32%	1,55%	1,76%	0,0178	1,81%
Forventet inflation	0,500%	0,554%	0,608%	0,662%	0,715%	0,769%
Risikofri rente proxy	1,695%	1,874%	2,158%	2,422%	2,495%	2,579%

TABEL 14 - REAL BNP VÆKST (KILDE: IMF), FORVENTET INFLATION (KILDE:IMF) OG RISIKOFRI RENTE PROXY, EGEN TILVIRKNING

Udledt af tabellen, er tydeligt at den risikofri rente forventes at stige til et højere niveau i de kommende år (IMF, 2015). Begyndelses estimat i 2015 ligger meget tæt på estimatet fra Nelson Siegel Svensson. Estimatets træet er derfor for anvendeligt i kapitalomkostningerne, og repræsentant for den fremtidige risiko.

11.3 ESTIMERING AF CREDITSREAD

For at vurdere Mols-Liniens kreditspænd, beregnes virksomhedens interesse dækningsgraden, hvilket er tegn på deres insolvens niveau. Interest coverage ratio anvendes som en syntetisk kreditvurdering, der kan tildeles en bestemt spredning.

» Interest coverage ratio

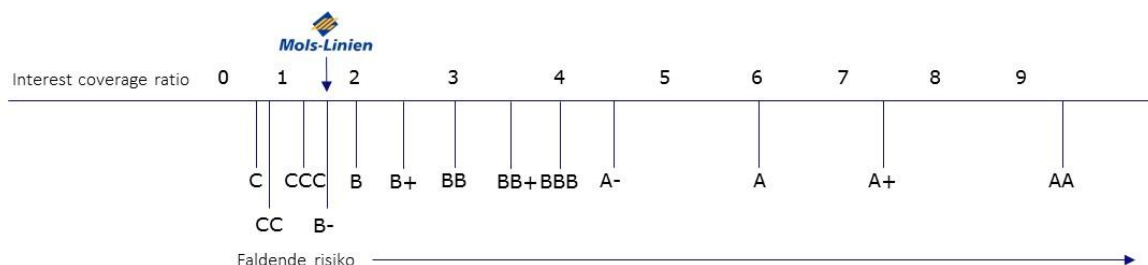
$$\text{Interest coverage ratio} = \frac{\text{Operating income}}{\text{Net interest expenses}}$$

Interest Coverage Ratio	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Median	Gns
Comprehensive OI	- 43.409	12.212	- 38.367	- 128.799	- 64.232	10.375	100.910		
NFE before tax	26.759	19.194	10.295	10.672	24.479	51.332	58.553		
Interest Coverage Ratio	- 1,62	0,64	- 3,73	- 12,07	- 2,62	0,20	1,72	-1,62	-2,50

TABEL 15 – BEREGNET INTEREST COVERAGE RATIO, EGEN TILVIRKNING, KILDE: ML AR 2008-2014

Udledt af tabellen, er det tydeligt at Mols-Linien har nogle problemer med deres høje rente omkostninger. I 2008, 2010, 2011 og 2012 havde de en negativ coverage ratio, det betyder at de ikke havde mulighed for at

betale renterne ud af overskuddet. Det kræver altså et stabilt overskud for at kunne låne penge. Dette vurderes at være et forholdsvis essentielt problem for Mols-Linien, nu hvor de overvejer at købe endnu en færge. Det kan udledes at de seneste fire år har vist forbedringer i deres coverage ratio, men at de gennemsnitligt de seneste syv år stadig har en negativ værdi.



FIGUR 25 - KREDITRATING KRAV, KILDE: DAMODORAN, EGEN TILVIRKNING

Det er svært at bestemme deres kreditspænd som følge af deres volatile udvikling og hertil ligger en vigtig antagelse, hvis den vil stige yderligere eller hvis de er på et nogenlunde normaliseret niveau. Deres dækningsgrad ligger på 1,72 i 2014, som må anses være det bedste estimat, hvilket svarer til en B- rating jf. figur 25 med et kreditspænd på 4,25% for mindre virksomheder (Damodaran, 2015). Ved at tilføje dette spread er det muligt at beregne deres lånerente før skat:

$$\text{Før skat lånerente}_{2015} = R_f + \text{Spread} = 1,63\% + 4,25\% = 5,88\%$$

Derved bliver efterskat lånerenten beregnes således:

$$\text{Efter skat lånerente}_{2015} = (R_f + \text{Spread}) * (1 - \text{Skat}) = (1,63\% + 4,25\%) * (1 - 23,5\%) = 4,50\%$$

Denne lånerente vil anvendes i WACC beregningen med en tilhørende skat, PESTEL analysen kom frem til at skatten i 2015 er 23,5%, hvorefter i 2016 og efterfølgende vil den blive reduceret til 22%. Dette resulterer i at den første lånerente for 2015 bliver 4,49%

11.4 ESTIMERING AF EJERNES AFKASTKRAV

Det krævede afkast af aktionærerne afspejles i prisen på egenkapitalen. Til dette kan anvendes Fama-French, Arbitrage eller CAPM modellen. CAPM modellen er den mest anvendte og derfor vil denne blive anvendt i opgaven. CAPM kræver en omhyggelig vurdering af en risikofri rente, en relevant risikopræmie markedet, og selskabets egenkapital beta (Penman, 2013). Formelen ser således ud, med en tilføjelse af en likviditetspræmie.

» CAPM

$$E(R) = R_f + \beta_i * (E(R_M) - R_f) + R_L$$

R_f = Risikofri rente, β_i = Beta for selskabet, $E(R_M)$ = Forventet afkast på markedsporteføljen, $E(R_i)$ = Forventet afkast på i , R_L = Likviditetspræmie

Ud fra formelen ses det, at ejernes forventede afkast resulterer i det risikofrie afkast plus et risikotillæg, der bestemmes ved risikopræmien og virksomhedens betaværdi. Den risikofrie rente, udtrykker den kompensation investoren kræver for at udsætte sit forbrug. Det andet led anses som et risikotillæg, alt andet lige vil, en større beta, resultere i et højere samlede afkastkrav fra ejerne.

11.4.1 ESTIMERING AF MARKET RISK PREMIUM

Markedsrisikoen præmien (MRP) bestemmes ud fra det forventede afkast på en markeds portefølje i forhold til den risikofrie rente. Præmien afspejler i hvilken grad investorerne kræver kompensation for at investere i risikofyldte værdipapirer, som modsætter sig at investere i det risikofrie. Markedsrisikoen præmien er stærkt påvirket af niveauet for investorernes risikoaversion; højere risikoaversion indebærer, at investorerne kræve en højere præmie for at påtage sig risikofyldte aktier. Denne faktor er meget korreleret med tilstanden af den regionale økonomi, som investorerne kræver større præmier i lavkonjunkturer og mindre præmier under økonomiske udvidelser. Den opfattede risiko ved aktier er underlagt af mange underliggende faktorer, f.eks. indenlandsk / regional politisk stabilitet og vækst. Derfor er MRP ikke konstant, den svinger over tid og er især kontracyklisk til de makroøkonomiske forhold. Det kan også variere fra land til land, da den indenlandske økonomiske aktivitet og den opfattede risiko ved indenlandske aktier kan variere fra land til land (Damodaran, 2006).

I en nyligt offentliggjort undersøgelse, hvor professorer og finansielle praktikere fra 88 lande blev undersøgt på deres brug af MRP, forfatterne fandt et stort hul i MRP forbrug fra land til land. For eksempel ved anvendelse af medianen MRP-værdier for hvert land, blev det konstateret, at MRP varierer fra 5,0% til 16,5%, hvor Grækenland opererer med den højeste margin. Dette afspejler naturligvis landets udfordrende økonomiske situation og den fortsatte usikkerhed. Den median MRP der anvendes i Danmark var 5,0%, og dermed er Danmark blandt de lande med laveste risiko aversion. Dette MRP skøn på 5% anses anvendelig som MRP i WACC, eftersom at Mols-Liniens egenkapital er dansk, estimeret er nyligt udgivet og er blevet konstrueret baseret på, hvad både professorer og praktikere anvender i Danmark (Fernandez, Linares og Fernandez Acín 2014).

11.4.2 ESTIMERING AF BETA

Beta Equity er en virksomhedsspecifik risiko, der repræsenterer to risikofaktorer i et selskab; (1) den forretningsmæssige risici betegnet beta aktiv og (2) den systematiske finansielle risiko. Beta skal estimeres, da ikke er muligt at observere denne direkte. For børsnoterede selskaber, er udgangspunktet for estimeringen af beta egenkapital at relatere sine afkast mod afkast på et markedsindeks (Brealey et al., 2009). Dette gøres ved hjælp månedlige afkast for en femårig periode. Mols-Liniens afkast op imod afkastet på det danske C20 Index, da det er almindeligt anset for at være en rimelig indikator for det samlede marked (Ephraim Clark et al., 2011).

» Beta beregning, kilde: Penman (2013)

$$\beta(i) = \frac{\text{Covariance}(\text{return on } i, \text{Return on the market})}{\text{Variance}(\text{Return on the market})}$$

Som det ses i bilag 16, giver regressionen en rå equity beta på 0,91. Den rå beta er estimeret på historiske data, af denne grund kan estimat være ikke-repræsentativ for fremtiden. Penman (2013) fremstiller at de sammenlignende virksomheder skal have følgende same karakteristika som den undersøgte virksomhed. Dette inkluderer industri, produkter, størrelse, vækst og risiko. Det har ikke været muligt at fastlægge en ordentlig peergruppe som følge af det komplicerede marked. Fortolkningen af beta er vist i nedenstående figur.



FIGUR 26 - BETA, KILDE: PLENBORG, EGEN TILVIRKNING

Ovenstående resulterer i en anvendelse af beta estimationen ud fra markedsafkast, som i sidste ende giver en beta for Mols-Liniens på 0,89. Dette betyder at Mols-Liniens aktiekurs følger C20 indekset mindre volatilit og derved kan det konkluderes at de eksponeret for en forholdsvis stor del af markedsrisikoen i markedet.

Hvis denne betaværdi sammenlignes med Damodorans (2016) udgivelse af beta værdi fordelt på sektor basis. Estimerer han transportbranchens beta til at ligge på 1,14, en værdi 0,25 fra min estimerede. Hvis der sammenholdes med den tidligere definerede peergruppe, ligger Mols-Linien i den høje ende af skalaen. Som følge af de store udsving vælger jeg at gå videre med min estimerede beta værdi, men har i mente i scenarieanalysen at betaværdien muligvis er underestimeret eller overestimeret.

11.4.3 LIKVIDITETSPRÆMIE

Under værdiansættelsestidspunktet, hvor Polaris investerer i Mols-Linien, er aktien stadig på børsen. De indgår under klassificeringen *small cap* aktier, derved tillægges en likviditetspræmie på aktien eftersom at den har en meget lille handlet volume. Dette betyder at større investorer ikke vil investere i denne aktie uden en ekstra kompensation. Damodoran anbefaler en likviditetspræmie på 3% for small cap aktier på Mols-Liniens markedsværdi størrelse.

11.4.4 BEREGNING AF COST OF EQUITY

Nu er der blevet estimeret en pålidelig risikofri rente, markeds premium og en beta værdi der afspejler Mols-Liniens risiko. Egenkapitals omkostninger bestemmes ud fra CAPM, med følgende input:

» Egenkapitalsforrentning for Mols-Linien

$$\text{Cost of Equity} = R_f + \beta_{\text{equity}} * \text{MRP} = 1,63\% + 0,89 * 5\% + 3\% = 9,076\%$$

11.5 DEN DYNAMISKE WACC

Ud fra bilag 19, er WACC estimeret i henhold til hver estimeret input. Samlet set er de gradvise ændringer illustreret i egenkapitalen og WACC henføres til mindre ændringer i Mols-Liniens gearing over prognoseperioden. Da Mols-Linien har planer om at øge deres finansielle gearing, vil aktionærerne kræve et højere afkast med den øgede finansielle risiko. Hvis der ønskes en WACC efter købet af Mols-Linien og afnoteringen fra børsen, skal tillægges en likviditetspræmie.

Følgende tabel indikerer mine forventede WACC renter i værdiansættelsesperioden:

	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	T2022	T2023
D/V	0,44	0,44	0,44		0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Lånerente	1,63%	1,74%	1,91%		2,04%	2,13%	2,23%	2,27%	2,28%
Kreditspread	4,25%	4,25%	4,25%		4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
Market risk prem	5%	5%	5%		5%	5%	5%	5%	5%
Beta	0,89	0,89	0,89		0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Låneomkostninger (før skat)	5,88%	5,99%	6,16%		6,29%	6,38%	6,48%	6,50%	6,53%
Egenkapitalsomkostninger	6,08%	6,19%	6,36%		6,49%	6,57%	6,68%	6,70%	6,73%
Skat	23,50%	22%	22%		22%	22%	22%	22%	22%
WACC (efter skat)	6,50%	6,76%	6,75%		6,79%	6,89%	6,97%	6,95%	6,94%
Ra	7,20%	7,22%	7,34%		7,48%	7,56%	7,63%	7,65%	7,67%

TABEL 16 - WACC BEREKNING FOR VÆRDIANSÆTTELSESPERIODEN, EGEN TILVIRKNING

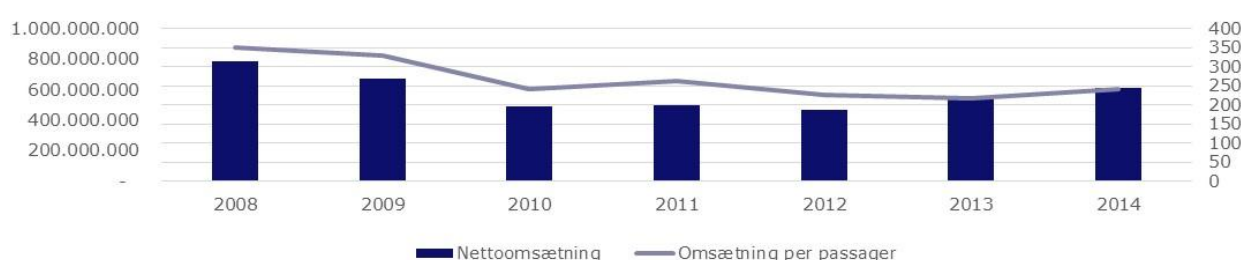
12.0 BUDGETTERING

Jeg ønsker at forekaste FCFF, til senere at kunne estimere en teoretisk værdi af Mols-Linien igennem en DCF model. Penman (2013) argumenterer at for at komme så tæt på fremtidens virkelighed som muligt, er *full-information forecast* den optimale fremgangsmetode. Penman beskriver hvorledes man anvender resultatopgørelsen historisk til at fortolke dimensionen af det analyseredes forretningsaktivitet, hvorefter man spørger hvordan den fremtidige profitabilitet og vækst vil differentierer fra historiske niveauer. For at gøre dette, anvendes gennemsnit uden maksimum og minimum værdien fra forskellige poster i resultatopgørelsen til base case, ydermere vil de strategiske implikationer fundet i den eksterne analyse i afsnit 6 anvendes til at fastlægge forskelle i fremtiden. Dette kan kun gøres eftersom at industrien og virksomheden er modent. Penman (2013) beskriver fem kerne drivere, omsætning, profit margin, omsætningshastighed, anden indkomst og transitoriske omkostninger. Han argumenterer for at omsætningen er den afgørende driver og den afgørende faktor for at det bliver et godt forecast. Øvrigt, er salgsvækst anvendt i terminal periode, hvilket gør det essentielt at komme tæt på sandheden, eftersom at det påvirker Enterprise value meget.

12.1 FORECAST AF OMSÆTNING OG OMSÆTNINGSVÆKST

Forkastningen af omkostningen foretages eftersom at de er underlagt forskellige forretningshenseende. Den underliggende antagelse for omsætningsvækst, er at omsætningsvæksten er baseret både på fremtidige inflationsrater og tidligere salgsvolumen, mean reversion¹¹ antages at opstå. Historisk har Mols-Linien haft nogle ophørte aktiviteter og ud fra den strategiske analyse i samspil med trafikanalysen, der kom frem til at hvis man ønsker at vokse, kræver det at man enten køber eller bliver opkøbt og at vækst er svær i et mættet marked. Markedet har nået et mætningspunkt, som på sigt vil resultere i en u lønsom overkapacitet

» Omsætningsvækst og Omsætning per passager (2008 – 2014)



FIGUR 27 - OMSÆTNING OG OMSÆTNING / ANTAL PASSAGERERE, EGEN TILVIRKNING, KILDE: MOLS-LINIENS AR 2007/08 TIL 2013/14

Figur 27, viser at deres omsætning over den analyserede periode er faldet med 2,9% i gennemsnit hvert år. Derimod hvis fokus placeres på de seneste tre års udvikling, ses at deres omsætning i gennemsnit er steget med 7,41%, denne stigning forventes at forsætte med en mean reversion rate frem imod inflationsniveauet på 0,769% i terminalperioden. IMF argumenterer at dette inflationsniveau kan forekomme lavt, men økonomien har bevæget sig ind i en ny era, hvor likviditet ikke er behæftet med høje renter og derved kan inflationen ikke komme op på historiske niveauer. Ydermere blev der argumenteret for at vækstrater i intervallet 0,769% til 3,5% var realistisk i foregående kapitel.

	Omsætning	De seneste 3 år
Max	0,1523	0,1523
Min	-0,2707	-0,0726
Median	-0,0265	0,1425
Average	-0,0290	0,0741
Median uden min/max	-0,0265	
Average uden min/max	-0,0139	

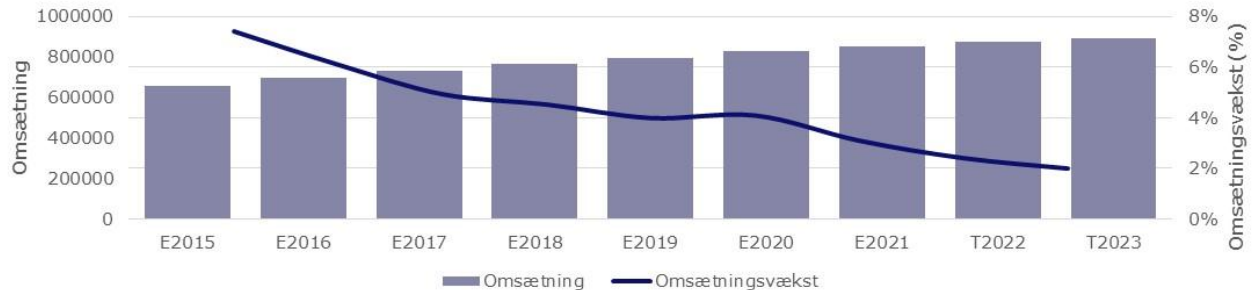
TABEL 17 – OMSÆTNING OG OMSÆTNING DE SENESTE TRE ÅR, EGEN TILVIRKNING

Nu er datagrundlaget til at fastlægge mean reversion rate klar, hvilket resulterer i følgende estimering af vækstraten, hvor det ses at den bevæger sig imod inflationsniveauet. Fordelen ved at anvende mean

¹¹ Mean reversion bygger på antagelsen, om at på sigt, vil det analyserede bevæge sig imod gennemsnittet, hvis alt holdes konstant. Denne bevægelse fastlægges ud fra random walk i det undersøgte.

reversion er at udsvingene bygger på historiske data hvilket må vurderes være den bedste estimat i dette tilfælde.

» Budgetteret omsætningsvækst (2015 – 2023)



FIGUR 28 ILLUSTRERING AF MEAN REVERSION AF OMSÆTNING MED BEREGET OMSÆTNINGSVÆKST, EGEN TILVIRKNING

12.2 PROFITMARGIN

Til at forecaste omkostninger anvendes omsætningen som en proxy med dertilhørende procent del af omkostningerne. Ved at anvende denne metode er man underlagt antagelsen om at omkostningerne følger omsætningen. For at teste dette ser jeg på korrelationen ved omsætningen i forhold til diverse omkostninger i nedenstående tabel 18:

Korrelation	Skibenes eksterne driftsomkostninger	Andre eksterne omkostninger	Personaleomkostninger	Afskrivninger
Omsætning	0,8171	0,9618	0,9089	-0,2662
NOA	-0,2594	0,0257	-0,2102	-0,7821

TABEL 18 – KORRELATIONSTABEL, EGEN TILVIRKNING, KILDE: MOLS-LINIENS ÅR 2008-2014

Hvis fokus først lægges på omsætning, skibenes eksterne driftsomkostninger har tilknyttet en korrelation på 0,82, dette betyder at omsætning forklarer 81% af skibenes eksterne driftsomkostning udvikling. Hvorimod andre eksterne omkostninger og personale omkostninger har en meget høj forklaringsgrad. Dette skyldes at de skibenes driftsomkostninger har tilknyttet en faste omkostninger vedrørende vedligeholdelse m.v. Afskrivningerne har en negativ forklaringsgrad i forhold til omsætningen. I forhold til NOA, ses at der er negativ eller ingen sammenhæng imellem de forklarende faktorer. Dette vil betyde at fremadrettet vil der anvendes en forecast variabel til at estimere skibenes eksterne driftsomkostninger som ikke er helt forklarende. Dette skaber en vis bias i værdiansættelsen. For at komme denne bias til livs, kom PESTEL analysen frem til et lavere omkostningsniveau for skibene igennem LNG skiftet som vil blive implementeret i mean reversion raten. Afskrivningerne er svære at forudsige, eftersom at der ikke er nogen variabel den korrelerer med, for at komme dette til livs vil udarbejdes et afskrivningsoverblik hvori deres nye færgekøb indgår. Dette vil give et retvisende afskrivningsbillede under antagelsen at de ikke køber flere færges.

Skibenes eksterne driftsomkostninger

Skibenes eksterne driftsudgifter, er de omkostninger med den laveste korrelation i forhold til omsætningen, dette betyder at der ligger en fejlestimering når denne omkostning forecastes ud fra omsætningen. Penman argumenterer for at en korrelation skal ligge over 0,90, dette betyder at den ikke ligger over grænsen og derved ikke kan forecastes med en tilfredsstillende nøjagtighed, dette vil medtages som et fejlinput i værdiansættelsen, men det vurderes at være den bedste fremgangsmåde. Det ses ud fra tabellen at de har ligget historisk på en median på 49,49%, men i 2014 har de reduceret disse til 40,85%. I samspil med effekterne fundne i PESTEL analysen, både med hensyn til teknologi og materiale omkostninger, vil resultere i et lavere omkostningsniveau. Derved vurderes at deres niveau vil stabilisere sig i det nuværende niveau.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsætning	788.437	673.899	491.496	501.114	464.747	535.524	611.862
Skibe eksterne driftsomkostning	398.331	260.148	243.219	301.037	247.481	260.622	249.976
% af Omsætning	50,52%	38,60%	49,49%	60,07%	53,25%	48,67%	40,85%
Median	49,49%						
Max	60,07%						
Min	38,60%						

TABEL 19 - OMSÆTNING, SKIBENES EKSTERNE OMKOSTNINGER I FAKTISK OG % AF OMSÆTNING, 2008 TIL 2014, EGEN TILVIRKNING

Andre eksterne omkostninger

De andre eksterne omkostninger viste en korrelation på 0,96, hvilket argumenteres for at være en betydningsfuld korrelation. Omkostningsposten omhandler terminaler, havneanlæg, vareforbrug og administrationsomkostninger. PESTEL analysen fastlagde en reduceret omkostning til terminaler og havneanlæg og den interne analyse fastlagde at de havde effektiviseret deres varelager. Derved vurderes det at niveauet fremadrettet vil ligge i den nedre kvartil af analysens udfald.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsætning	788.437	673.899	491.496	501.114	464.747	535.524	611.862
% ændring i omk.		-11,67%	-22,11%	-10,30%	-6,99%	19,32%	3,23%
Andre eksterne omkostninger	144.975	128.052	99.745	89.468	83.214	99.292	102.504
% af Omsætning	18,39%	19,00%	20,29%	17,85%	17,91%	18,54%	16,75%
Median	18,39%						
Max	20,29%						
Min	16,75%						

TABEL 20 - OMSÆTNING, ANDRE EKSTERNE OMKOSTNINGER I FAKTISK OG % AF OMSÆTNING, 2008 TIL 2014, EGEN TILVIRKNING

Personaleomkostninger

Personaleomkostninger har en korrelation på 0,91, hvilket er indenfor det accepterede niveau. Den interne analyse kom frem til at historisk har Mols-Linien udtalt at de har forbedret deres arbejdsstyrke og derved haft mulighed for at opnå en lavere omkostningsbase til deres personale. Analysen kom frem til at det ikke var muligt at effektivisere arbejdsstyrken yderligere og derved vurderes deres nuværende niveau som langvarigt.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsætning	788.437	673.899	491.496	501.114	464.747	535.524	611.862
Personaleomkostninger	222.602	208.474	137.530	133.476	112.813	126.688	128.446
% af Omsætning	28,23%	30,94%	27,98%	26,64%	24,27%	23,66%	20,99%
Median	26,64%						
Max	30,94%						
Min	20,99%						

TABEL 21 - OMSÆTNING, PERSONALEOMKOSTNINGER I FAKTISK OG % AF OMSÆTNING, 2008 TIL 2014, EGEN TILVIRKNING

EBITDA-margin

Nu er den samlede omkostningsbase blevet estimeret ud fra PESTEL modellen og en mean reversion rate på omsætningsvæksten. Dette resulterer i at alle komponenterne nu kan sammensættes og give en EBITDA-margin for den forecastede periode.

	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	T2022	T2023
Omsætning	657.194	698.364	736.421	766.566	796.799	822.642	848.943	867.823	873.716
Skibenes eksterne drifts omkostninger	268.497	294.185	307.934	337.174	359.635	395.978	400.234	418.681	432.362
Andre eksterne omkostninger	110.098	116.995	123.371	128.421	133.486	137.816	142.222	145.385	146.372
Personale omkostninger	137.962	146.605	154.594	160.923	167.269	172.694	178.215	182.179	183.416
EBITDA	140.637	140.578	150.521	140.049	136.409	116.154	128.272	121.579	111.566
EBITDA/Omsætning	0,21	0,20	0,20	0,18	0,17	0,14	0,15	0,14	0,13

TABEL 22 - EBITDA / OMSÆTNING UD FRA ESTIMEREDE OMKOSTNINGER, EGEN TILVIRKNING

Det ses at de i 2015 realiserer en EBITDA i forhold til deres omsætning på 21,4 %, hvor den i terminal perioden vil ramme et normaliseret niveau på 12,8 %.

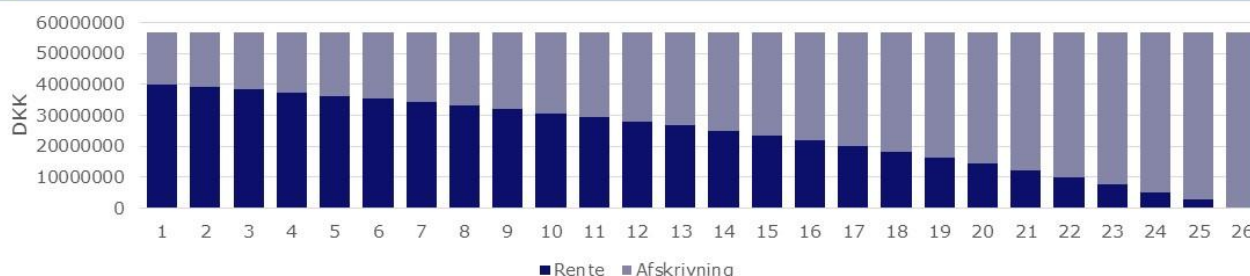
Afskrivninger

Til at bestemme *Operating Income fra salg*, mangler jeg at estimere afskrivningerne, denne del komplicerer det en smule til LBO værdiansættelsen, eftersom at de køber en ny færge. Til selve værdiansættelsen der skal udfordre deres markedskurs Polaris købte aktierne til, kræves en justering ikke eftersom at de købte før denne beslutning blev truffet.

Normalt set anvendes NOA til at estimere de fremtidige afskrivninger, men her har de en negativ korrelation, yderligere har afskrivningerne også en negativ korrelation med omsætningen. Dette skyldes at afskrivningerne ikke indvirker omsætningen, men opbygger kapaciteten, hvilket i sidste ende resulterer i en konstant afskrivning hvis de ikke investerer yderligere.

Dette betyder at afskrivningerne fremadrettet vil forblive på det nuværende niveau i aktiepris værdiansættelsen, hvorimod i LBO modellen vil der blive inkluderet en færge, til en købspris på 800 mio. DKK og en afskrivningshorisont på 25 år, hvoraf de har en købsmulighed efter 10 år, har givet de¹².

» Afskrivningsprofil for Mols-Liniens nye færge



FIGUR 29 - ANNUITETSLÅN (AFSKRIVNINGSPROFIL) FOR MOLS-LINIENS NYE FÆRGE, ANVENDT PLENBORGS FREMGANGSMETODE, EGEN TILVIRKNING

Dette resulterer i en yderligere afskrivning på 16,7 mio. i begyndelses året, som alt andet lige, stiger frem til udløb, dette resulterer også i højere rente omkostninger som vil påvirke skatteskjoldet. Dette vil blive implementeret i LBO delen. Det samlede forecasting input er vedlagt i bilag 17 med deres dertilhørende frie cash flow beregnet i bilag 21, ud fra forventningerne til fremtiden rammerne bestemt i den strategiske analyse og Mols-Liniens historiske performance.

12.3 NETTO FINANSIELLE OMKOSTNINGER I FORHOLD TIL OPERATIONELLE AKTIVER

Forholdet imellem de netto finansielle omkostninger og de operationelle aktiver, fastlægger det samlede full-information forecast til værdiansættelsen. Forholdet antages at forblive konstant fremadrettet.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto finansielle omkostninger	788.437	673.899	491.496	501.114	464.747	535.524	611.862
Netto operationelle aktiver	222.602	208.474	137.530	133.476	112.813	126.688	128.446
NFO/NOA	26,75%	15,53%	28,75%	-24,61%	81,66%	94,48%	95,12%

TABEL 23 – NFO/NOA, EGEN TILVIRKNING

Ud fra ovenstående tabel er det tydeligt at den store volatilitet over hele den analyserede periode ikke skal inkluderes. Her vil anvendes et gennemsnit af de seneste tre år, hvilket giver 90,4%.

13.0 VÆRDIANSÆTTELSE

Vi antager at Mols-Linien er *going concern* i al evighed. Evighed er dog et vagt begreb i en værdiansættelses sammenhæng, da det ikke nødvendigvis bør afspejle uendelighed. I stedet bør det afspejle en tilstrækkelig

¹² Det antages her at deres leasing betingelser er identiske med deres tidligere indgåede aftaler, dvs. 4% rente, samme løbetid og købsmulighed.

lang periode, hvor værdien der skabes giver en vis grad af nutidsværdi. Dette bestemmes af diskonteringsfaktor. Tabel 26 eksemplificerer, hvor meget den nuværende værdi af DKK 1 giver over tid ved forskellige diskonteringssatser. Tabellen illustrerer at der er ingen signifikant værdi genereret ud over 50 år uanset det ønskede afkast. Derfor er 50 år brugt som mit evigheds proxy.

WACC / t	10	20	30	40	50	60	70
11%	0,35	0,12	0,04	0,02	0,01	0,00	0,00
9%	0,42	0,18	0,08	0,03	0,01	0,01	0,00
7%	0,51	0,26	0,13	0,07	0,03	0,02	0,01
5%	0,61	0,38	0,23	0,14	0,09	0,05	0,03
3%	0,74	0,55	0,41	0,31	0,23	0,17	0,13

TABEL 24 - EVIGHEDS PROXY, EGEN TILVIRKNING

For at estimere en realistisk vækst, kræver det en maksimal og minimal vækst. Teoretisk, hvis en virksomhed forventes at vokse i al fremtid med en hastighed, der overstiger værdien af verdens økonomi, vil den i sidste ende vokse sig større end den globale økonomi. Dette er klart urealistisk. Derfor er den maksimale vækstrate sat til at være lig med verdens forventede gennemsnitlige vækst i de næste 50 år, hvilket er lidt over 3% (PWC, 2015). Den mindste vækstrate er sat til 2%, hvilket afspejler verdens gennemsnitlige inflationsrate frem til 2050 (HSBC, 2012). Argumentet for denne tilgang er, at virksomheder bør som minimum skabe nul realvækst, negativ realvækst er uholdbar på længere sigt.

I terminalperioden, har Mols-Linien nået et stabilt niveau. For at sikre en korrekt evighed værdiansættelse, er det vigtigt, at alle forventede elementer vokser med samme hastighed. I mit prognose setup, gennemføre to terminalperioderne med identiske valuedrivere opfylder steady state tilstand. Som det fremgår af bilag 17, alle forventede elementer har samme vækstrate, hvilket afspejler den anvendte terminal vækstrate.

13.1 VÆRDIEN AF MOLS-LINIEN

I denne afhandling anvendes DCF modellen til at bestemme købsprisen for Mols-Linien, hvor det frie cashflow anvendes og WACC anvendes i diskonteringsfaktoren. APV metoden vil ikke anvendes, dette skyldes at Mols-Liniens gæld klassificeres som drift gæld, derved er den ikke fradragsberettiget jf. §11 i selskabsloven. Værdiansættelsen af Mols-Linien er udarbejdet i samspil med deres multipler. Denne fremgangsmåde sikrer derfor, at alle tekniske aspekter af værdiansættelsen er korrekte.

13.1.1 DCF-MODEL

DCF modellen, som bygger på en cost of equity og en WACC bliver anvendt som diskonteringsfaktor.

DCFF - Discounted Cash Flows to the Firm

	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	T2022	T2023
FCFF	121.154	-67.979	17.405	139.118	102.069	72.345	99.205	133.373	139.157
WACC	6,5%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%
Discount factor	0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67	0,63	0,59	0,55
Present value of FCFF	113.762	-59.790	14.340	107.330	73.670	48.813	62.589	78.682	76.765
PV FCFF in forecasting horizon	439.397								
PV of FCFF in terminal period	1.182.381								
Estimated marked value of firm (EV)	1.621.778								
Net financial obligations	782.471								
Estimated marked value of equity	839.306								

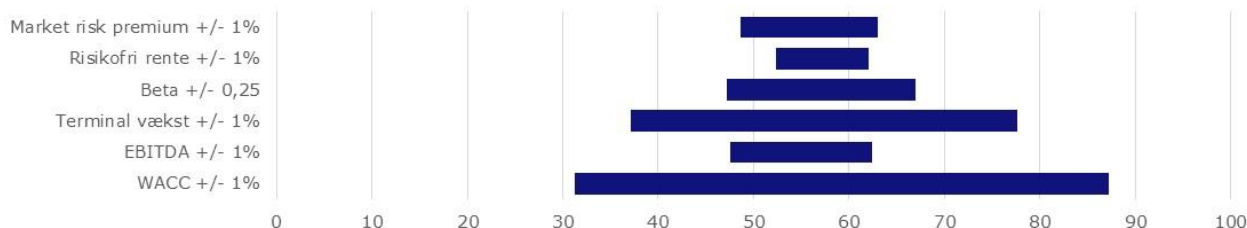
TABEL 25 – DCF BEREKNINGER, EGEN TILVIRKNING

Denne estimering af deres egenkapitals værdi bliver estimeret til pr. 1 januar 2015 til 839 mio. DKK, denne egenkapitals værdi skal fremdiskonteres til købstilbuddet d. 10 juli 2016, $867.268 * (1 + 6,2\%)^{\frac{190}{365}} = 867 \text{ mio. DKK}$, dette giver en aktiekurs på 59 DKK, ved 14,7 mio. aktier. Terminal perioden udgør 69,6% af den samlede Enterprise value.

13.1.2 FØLSOMHED I VÆRDIE

Der er udarbejdet en følsomhedsanalyse, hvor Enterprise value er angivet ved forskellige scenarier for MRP, risikofri rente, beta, terminal vækst, EBITDA og WACC. For at bestemme følsomheden i værdien vil der kigges på de forskellige variable tilknyttet Mols-Liniens teoretiske værdi.

» Afskrivningsprofil for Mols-Liniens nye færg



TABEL 26 - FOOTBALL FIELD TIL SENSITIVITETSANALYSEN, EGEN TILVIRKNING

Det er tydeligt at de mest indflydningsrige variable er beta, terminalvæksten og de vægtede kapitalomkostninger. Dette er et faresignal da den strategiske analyse fastlagde en ukendt og volatil fremtid, hvor alle tre faktorer er påvirket af makromiljøet. Ydermere viser figuren at estimationen af EBITDA og beta har en mindre indvirkning på den teoretiske værdi ved udsving, men stadig af en signifikant faktor.

For at vurdere effekten yderligere ud fra den givne væksthastighed og WACC estimationen, udarbejdes nedenstående tabel, der kigger på yderligere udsving i den givne væksthastighed og de vægtede kapitalomkostninger.

Vækst	WACC													
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	5,9%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	9,0%	9,5%	10,0%	
	0,0%	759.021	707.323	657.707	610.079	573.346	520.429	478.242	437.710	398.758	361.319	325.325	290.713	257.423
	0,5%	840.892	786.113	733.545	683.088	644.178	588.131	543.454	500.534	459.294	419.658	381.557	344.923	309.694
	1,0%	936.539	878.159	822.142	768.382	726.929	667.224	619.639	573.930	530.014	487.813	447.251	408.255	370.759
	1,5%	1.049.758	987.116	927.017	869.345	824.881	760.849	709.820	660.809	613.728	568.490	525.014	483.223	443.043
	2,0%	1.185.881	1.118.115	1.053.108	990.734	942.650	873.413	818.244	765.264	714.376	665.487	618.508	573.356	529.950
	2,5%	1.352.640	1.278.597	1.207.577	1.139.443	1.086.924	1.011.311	951.071	893.229	837.677	784.315	733.045	683.775	636.417
	3,0%	1.561.690	1.479.777	1.401.220	1.325.865	1.267.787	1.184.182	1.117.583	1.053.645	992.248	933.278	876.628	822.196	769.885
	3,5%	1.831.454	1.739.387	1.651.103	1.566.429	1.501.178	1.407.258	1.332.456	1.260.651	1.191.710	1.125.504	1.061.913	1.000.820	942.115
4,0%	2.087.204	1.985.889	1.888.730	1.813.868	1.706.130	1.620.336	1.537.992	1.458.944	1.383.044	1.310.152	1.240.134	1.172.864		

TABEL 27 – SENSITIVETESANALYSE AF WACC OG VÆKST TIL BEREGNING AF ENTERPRISE VALUE, EGEN TILVIRKNING

Tabellen bekræfter at udsvingene har en stor indvirkning på virksomhedens værdi. Det ses her at opgavens Enterprise value ligger på 6,5% WACC og 2% vækst. En fejlkilde i denne tabel, er der anvendes en konstant WACC, derved stemmer den ikke 100% overens med den teoretiske værdi fundet i DCF modellen.

13.2 MULTIPLE

Følsomhedsanalysen afslørede en vis usikkerhed i værdiansættelsen skøn, da små ændringer i nøglefaktorer radikalt påvirker værdien. Penman (2011) er imod flere værdiansættelse, da han hævder, at en værdiansættelse er bedst udført på grundlag af nøgletal, som modsætter sig til ved henvisning til andre værdier. Af denne grund er det multiple værdiansættelse ikke er tildelt nogen vægt i den samlede værdiansættelse, i stedet vil den anvendes som en check.

Den ideelle multiple med henblik på værdiansættelse er den, der bedst fanger driften af en virksomhed. Altså multipler der inkluderer faktor i økonomiske gevinster og tab, fordelen ved dette er for eksempel at ændringer i valutakurser bliver undgået. De multipler som er indenfor disse kriterier er EV/Omsætning og EV/EBITDA, P/E multipler vil ikke anvendes eftersom at den nemt får forstyringer fra ikke operatille gevinster/tab.

Dette giver Mols-Linien følgende entry multiple, som senere vil anvendes til i samspil med exit multipler.

» Mols-Linien entry multiple

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{1.621.778}{72.291} = 22,434$$

Denne multiple kan forekomme høj, dette skyldes dels en dusin år tidligere hvor de har realiseret lave overskud og derved en lav EBITDA, dette vil alt andet lige, betyde at deres multiple bliver højere.

13.3 KØBSPRISEN

Polaris har købt en virksomhed, hvor deres egenkapital er vurderet til 867 mio. DKK på købstidspunktet. Den handlede multiple vurderes at være forholdsvis høj, derfor vil der kigges på udsving i denne i den kommende LBO model.

Aktiekursen blev estimeret til 59 kr. per aktie, hvilket betyder at Polaris har købt en undervurderet virksomhed, hvor de har betalt imellem 34 og 40 kr. for deres erhvervede aktier. Det interessante er at

afgøre hvis denne handel har været korrekt og derved at de har fundet en undervurderet virksomhed, eller har de agerret for hurtigt og ikke undersøgt markedet ordenligt. Dette vil bestemmes i det kommende afsnit, hvor resultatet vil blive et forventet afkast ved forskellige exit perioder for investeringen.

14.0 LEVERAGED BUYOUT

Dette afsnit har det formål at samle tidligere afsnit og vurdere hvilket afkast investorerne hos Polaris kan realisere. Historisk har det været alment kendt for LBO-transaktioner, at den primære værdiskabelse er realiseret igennem finansiell gearing. I nyere tid har den finansielle gearing indtaget en mere in signifikant rolle, hvor en stor del af værdiskabelsen nu bliver genereret igennem forbedringer i driften hos de overtagne selskaber.

14.1 KARAKTERISTIKA

Følgende delafsnit har til formål at ud fra den strategiske analyse og værdiansættelsen at vurdere hvorvidt Mols-Linien er et optimalt køb for en kapitalfond. Der vil blive vurderet hver faktor ud fra opgavens konklusioner.

Stærke og stabile cash flows

Den strategiske analyse kom frem til at Mols-Linien er på vej ud fra krisen og derved har nogle gode år foran sig, dette betyder ligeledes at deres cash flows styrkes yderligere jf. bilag 21. Der vil i IRR beregningen blive vurderet hvorvidt der er kapital nok til at finansierer den øgede gæld.

En stærk og ledende markedspostion

Dette er svært at vurdere eftersom at Mols-Linien er den eneste færge der sejler på ruten, det kan derimod konstateres ud fra Trafikanalysen at Mols-Linien har mange stærke konkurrenter og derved mange trusler at tage højde for. Det vurderes derimod stadigt at de rammer et specifikt segment der ønsker at rejse med færgen til Nordjylland og derved har en unik markedspostion.

Vækst muligheder

Analysen fremviste en mættet transport branche, hvilket blev implementeret i budgetteringen med mean reversion vækstrate fra 7% ned til inflations niveauet. Det er igennem opgaven løbende blevet evalueret på vækstmulighederne for Mols-Linien, hvor de i øjeblikket på grund af den identificerede kapacitetsproblem ikke ligger yderligere meget vækst i virksomheden.

Efficiente effektiviserings muligheder

Det blev vurderet i den interne analyse at Mols-Linien allerede er begyndt på effektiviseringsprocesser, dette betyder at det er svært at vurdere hvorvidt de har enten nået en effektiviseringsbegrænsning. De har

allerede strømlinet arbejdsstyrken, ændret til finansiel leasing og forbedret servicen på båden. Hvis dette kan forbedres yderligere er til diskussion.

Lave CAPEX krav

Analysen kom frem til at kapitalkravne for at komme ind i branchen er meget høje. Der kan argumenteres for at Mols-Linien har forholdsvis lave CAPEX krav som følge af deres finansielle leasing struktur og derved bliver regning fordelt over hele perioden aktivet anvendes.

Management team

Den interne analyse kom frem til at ledelsen er blevet bedre siden finanskrisen, ligeledes har Polaris et stærkt hold af rådgivere der aktivt vil rådgive virksomhedens ledelse. Ydermere giver det ledelsen mulighed for bedre at vurdere reduktionen af agent omkostninger i lyset af markedet nuværende situation igennem følgende tre tilgange. 1) en alignment af deres incitament i ledelseslaget, 2) forbedret corporate governance og 3) frie cash flows til investorerne fremfor at anvende det på negative NPV projekter.

En holdbar exit strategi

Det har ikke været muligt at identificere Polaris ønskede exit mulighed, men de har fire valg muligheder at følge. 1) foretage en børsnotering, 2) konsolidere med en anden virksomhed, 3) sælge til en anden kapitalfond og 4) geare virksomheden yderligere. Hvoraf den fjerde mulighed ikke reelt set er en exit, men en forlængelse af holding perioden.

Det vurderes ud fra den opridsede markedssituation i den eksterne analyse at Polaris har muligheden for at enten foretage en børsnotering af Mols-Linien, eller at konsolidere virksomheden med en anden færges virksomhed. Dette argumenteres med at markedet allerede mættet og når Polaris har foretaget deres planlagte projekter vil virksomheden ikke leve op til mange af kriterierne, derved er virksomhed igen moden til at kunne komme på børsen. Konsolideringen er ren spekulation, men en potentiel konsolidering kunne være at DFDS køber Mols-Linien. De har egenkapitalen og størrelsen til at kunne foretage dette køb. Yderligere har de tidligere været på udkig i markedet for at købe vækst.

14.2 EJERANDEL OG FINANSIERING

Dette er et essentielt ben i en LBO, eftersom at der implicit antages at opkøber låner en stor procentdel af den totale købspris, hvilket ofte består af en blanding af forskellige lån fra forskellige typer långivere. Det er optimering af kapitalstrukturen og derved minimering efter-skat cost of capital der anses som den mest anerkendte metode blandt kapitalfonde til at skabe værdi. Polaris har i skrivende stund en 78,9% ejerandel i Mols-Linien. Som de har erhvervet ud fra følgende aktionærer.

Sælger	Antal aktier (Stk.)	Ejerandel (%)	Kurs (DKK)	Værdi (DKK)
Finansiel Stabilitet A/S	6.540.722	46,23%	40,00	261.628.880
FS Finans III				
Nykredit Bank A/S				
Clipper Group	4.243.277	29,95%	34,00	144.271.418
Private sælgere	383.948	2,71%	40,00	15.357.920
Total	11.167.947	0,7889	37,72	421.258.218

TABEL 28 - OVERSIGT OVER SÆLGERE AF MOLS-LINIEN A/S AKTIER TIL POLARIS, EGEN TILVIRKNING

Herved konkluderes det at Polaris har købt 79,8% af Mols-Liniens aktier for 421,26 mio. DKK til en vægtet gennemsnitskurs på 37,72 DKK per aktie. Tidligere empiri på området taler for en finansieringsstruktur udgjort af 75% fremmedkapital, hvoraf 50% udgør sikret gæld og 25% usikret. De resterende 25% bliver finansieret igennem kapitalfondens egenkapital (Troels Christiansen et al, 2013) i samspil med dette anvendes gennemsnit ratioen for alle transaktioner i Europe i 2014, på 55% fremmedkapital (InvestEurope.com, 2015). Ud fra dette opstiller jeg tre scenarier, hvor fremmedkapitalen går fra 55% til 75%, til dette anvendes Nykredit Bank A/S nuværende lånerenter til erhverv for at dække den sikrede gæld, til den usikrede gæld finder jeg en rente baseret på tilbudte lån uden at stille sikkerhed hos Coop Bank. Lånene som optages vil primært være banklån, som følge af det store egenkapital indskud, yderligere vil det bestå af usikret mezzaine kapital og muligvis PIK kapital, hvis nødvendigt. I mine beregninger anvender jeg en lånerente på sikret gæld på 2,59% og en lånerente på 5,95% på den ikke sikrede gæld og undgår at anvende PIK kapital.

Lånerente (sikret gæld): 2,59%

Lånerente (usikret gæld): 5,95%

Gældsprocent (%)	Gæld (DKK)	Rentebetaling (DKK)
55%	231.692.019,90	7.947.036,28
65%	273.817.841,70	9.391.951,97
75%	315.943.663,50	10.836.867,66

TABEL 29 – RENTEBETALING UD FRA GIVNE GÆLDSPROCENTER, EGEN TILVIRKNING, LÅNERENTEKILDER: NYKREDIT & COOPBANK

Ud fra ovenstående er det tydeligt, at hvis de vælger at anvende en fremmedkapital der overstiger 75%, vil de stadigt fra de cash flows Mols-Linien generer. Det betyder at de dividender Mols-Linien i fremtiden vil udbetale til deres investorer (Polaris i dette henseende), kræver at dække deres låneomkostninger. Ud fra budgetteringen vurderes dette ikke at skabe nogle problemer eftersom at de realiserer et overskud i alle perioder der er større end deres mulige rentebetalinger.

Optimalt set ønsker Polaris at opnå en ejerandel på 100%, dette kan gøres muligt ud fra tre forskellige tilgange:

Polaris kan vælge som den kontrollerende aktionær at foretage en rettet emission, dette vil sige, at nye aktier kun tegnes af Polaris selv. Det er lovligt jf. selskabsloven og vil meget nemt reducere minoritetsaktionærerne. Ulempen ved denne tilgangsmåde er at det i markedet kan blive opfattet som

aggressivt, og det kan forekomme et reelt problem for dem, eftersom at de har store danske pensionskasser i investorkredsen.

Alternativt kan Polaris foretage en fortegningsmission, dette betyder at alle eksisterende aktionærer får mulighed for at opnå samme ejerandel, hvis de vælger at tegne nye aktier. Men med det store beløb, der skal rejses, vurderes det at flere små aktionærer, ikke vil deltage i sådan en kapitaludvidelsen, og derved vil det i praksis stadig have den effekt at øge Polaris' ejerandel.

En tredje mulighed, Polaris køber selv færgen, hvorefter de sælger den til Mols-Linien og får aktier som betaling. Dette vil have samme effekt som det første scenarie, men jeg vurderer at det ikke vil have en ligeså ekstrem opfattelse i markedet. Det vurderes at Polaris højst sandsynligt vil anvende en af de tre tilgange og derved opnå en højere markedsandel i Mols-Linien.

Hvis dette ikke bliver en realitet, er de underlagt visse begrænsninger fra Selskabsloven, her vil de blive påvirket af kvalificerede vedtægtsændringer i virksomheden jf. § 107 i Selskabsloven. Her vil de ikke kunne opnå en majoritet på 90% alene og kræver at aktionærerne at foretage beslutningerne. Dette kunne være vedrørende nye omsættelighedsbegrænsninger, proportional spaltning, stemmeretsbegrænsning, indløsning m.v. Det vurderes ikke at have den store indflydelse på Mols-Liniens corporate governance i et af de to scenarier. Det vigtigste for Polaris er at kunne tage virksomheden af Børsen, hvilket blev godkendt af Nasdaq i 2016.

En afnotering medfører at offentlig kontrol og krav slækkes, samt at interne omkostninger forbundet med oplysningsforpligtelser og styring bortfalder. Yderligere fjernes omkostninger tilknyttet at være noteret på en offentlig børs. En afnoteret virksomhed har ikke mulighed for at hente kapital i aktiemarkedet, dette betyder at de skal anvende en anden funding fremadrettet. Denne lånekapital er ofte højere og derved vil deres cost of capital stige. En anden stor fordel i en afotering er at det frigør tid hos ledelsen og bestyrelsen. Denne tid anvendes til at fokusere på virksomhedens langsigtede strategi og hvordan den skal implementeres.

14.3 EXIT MULTIPLE

I det følgende afsnit vil der blive kigget på, hvad en kapitalfond kan sælge Mols-Linien til ved en holding periode i 2022 efter fem års ejerskab.

I en traditionel LBO analyse er det almindelige praksis at antage at exit multipler er identisk med entry multipler (Rosenbaum og Pearl 2009). Dette vil anvendes i denne afhandling eftersom at der ikke bliver anvendt en Premium ved købet af virksomheden, derved kendes markedsværdien af virksomheden. I beregningen af virksomhedens fremtidige gæld, antages at det nye skib Mols-Linien har planer om at investere i, bliver inkluderet som en yderligere gældspost. Bilag 20 inkluderer beregningerne for Mols-

Linien ud fra base-case scenariet, hvor der antages at de sælger til entry multipler, ud fra estimeret lånstruktur og afdragsmodel.

Exit multipler er meget specifikt værdiansat ud fra den konkrete virksomhedshandel, og den handlede virksomheds evne til at genere et godt indtjeningsbidrag (EBITDA). Exit multiplerne er derved interessante for en kapitalfonden at belyse i beregningen af afkastmålet (IRR), for at vurdere hvis deres investering er rentabel.

14.4 INTERNE RENTE OG CASH RETURN

Den interne rente (IRR) benyttes som et afkastmål til at vurdere hvis en kapitalfonds investering i target selskabet har været en succes. IRR udtrykker den årlige rente for investeringen og beregnes således:

» IRR

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{cashflow_t}{(1 + IRR)^t}, t = tid$$

IRR defineres som den rente, der diskontere alle fremtidige cash flows, til at nutidsværdien af betalingerne er lig med nul. IRR kan derved fortolkes som en gennemsnitsforrentning og forudsætter et uændret afkastkrav over tid. Hvis to projekter bliver vurderet, med forskellige forskellige cash flow, så vil IRR være højest for investeringen hvor cash flowene tidsmæssigt forfalder først (Breasley, Meyers og Allan, 2012).

Til at afgøre hvis kapitalfondens afkast på investeringen i Mols-Linien er acceptabelt, sammenholdes IRR med kapitalfondens afkastkrav. Ifølge litteraturen for kapitalfondens afkastkrav, så ligger det imellem 20 % til 25 %, hvorfor dette interval vil blive holdt op i mod investeringens IRR. Hvis dette interval er tilfredsstillende for investorerne er diskutabelt.

Denne IRR rente vil sammenholdes med money back beregningen, denne beregning beregner den faktor investor får sin investering retur.

» Money Back

$$Money\ back = \frac{Equity\ Investment_{entry}}{Equity\ investment_{exit}}$$

IRR og money back faktoren er beregnet efter en forventet holding periode på 5 år (2020). I tabel 29 er IRR illustreret ved en exit multipel på 22,43.

14.0 LEVERAGED BUYOUT

	Pro forma 2015	Y1 2016	Y2 2017	Y3 2018	Y4 2019	Y5 2020	Y6 2021	Y7 2022
Entry EBITDA	22,43							
EXIT EBITDA	22,43							
Equity investment	189.566							
EBITDA		76.820	81.006	84.322	87.774	98.859	93.518	104.289
Enterprise value ved exit		1.723.372	1.817.287	1.891.678	1.969.114	2.217.797	2.097.977	2.339.604
0	-	-	-	-	-	-	-	-
Seniorlån	173.769	173.769	173.769	-	-	-	-	-
Lån til skib		800.000	800.000	800.000	871.700	799.355	700.150	566.777
Mezzanine	57.923	32.571	-	-	-	-	-	-
Anden gæld	782.471	782.471	782.471	782.471	782.471	782.471	782.471	782.471
Samlet gæld	1.014.163	1.788.811	1.756.240	1.582.471	1.654.171	1.581.827	1.482.621	1.349.248
Equity investment		-189.566,00	-189.566,00	-189.566,00	-189.566,00	-189.566,00	-189.566,00	-189.566,00
Equity				-	-	-	-	-
				309.207	-	-	-	-
					314.943	-	-	-
						635.971	-	-
1							615.356	-
								990.355

Base case	IRR	17,71%	13,53%	27,39%	21,68%	26,64%
	Money Back	1,63	1,66	3,35	3,25	5,22
Realiserer højere multiple	IRR	27,57%	20,73%	31,12%	24,59%	28,47%
		2,08	2,64	4,40	4,26	6,29
Realiserer lavere multiple	IRR	5,86%	4,63%	23,16%	18,38%	24,64%
	Money Back	1,19	1,72	3,35	3,27	5,19

TABEL 30 – BEREGNING AF IRR OG MONEY BACK, EGEN TILVIRKNING

IRR ved en holding periode på fem år, er i alle tre scenarier over det tidligere nævnte afkastkrav på mellem 20% til 25%. Dette betyder at for Polaris er dette en investering der vil give et godt afkast og derved må antages at være acceptabel for en kapitalfond. I samspil med en bedre økonomi, må det antages at på sigt vil kapitalfonde kræve en højere IRR, men i den nuværende markedssituation er dette en favorabel handel. En rapport udgivet af PitchBook omkring købte virksomheder af mid size kapitalfonds fonde¹³ i perioden 2010 til 2016 specificerede at de i gennemsnit har realiseret en IRR på 5,85% (PitchBook), ud fra dette perspektiv er Polaris fremtidsmuligheder meget lyse. Hvis der kigges på udsvingene i IRR og moneyback ved en ændring af EBITDA marginen med +/- 10%. Dette betyder at gælden vil blive betalt af hurtigere hvis de realiserer en højere EBITDA margin end budgetteret.

EBITDA -10%	IRR	-14,13%	-11,17%	16,92%	13,51%	21,86%
	Money Back	0,63	0,62	2,18	2,14	3,99
EBITDA +10%	IRR	38,02%	28,19%	35,24%	27,78%	30,54%
	Money Back	2,63	2,70	4,52	4,35	6,46

TABEL 31 – EBITDA SENSITIVITET I IRR, EGEN TILVIRKNING

Det ses at deres indtjeningsevne selvfølgelig har en stor indflydelse. Hvor hvis EBITDA faldt med 10% vil alle de realiserede IRR ligge enten i intervallet eller under for at være acceptabelt, hvorimod hvis den EBITDA stiger vil alle ligge overintervallet. Dette betyder at deres indtjeningsevne ikke må forringes særligt meget før denne investering bliver dårlig for Polaris.

¹³ Fondstørrelse: 500 mio. DKK til 2,5 mia. DKK

14.5 POTENTIEL VÆRDISKABELSE FOR MOLS-LINIEN

Polaris antages at holde Mols-Linien i en periode på mellem 4 til 6 år. Dette skyldes at normen i branchen ligger på 5 år, hvor her tillægges vurderingen hvis der sælges et år tidligere eller senere. Værdiskabelse i ejer perioden udtrykkes ved henholdsvis en finansiell komponent og en operationel komponent. Samlet udgør de i samspil med den markedsmæssige komponent den samlede værdiskabelse. Følgende delafsnit har det formål at forsøge at kortlægge hvor værdiskabelsen bliver skabt. Dette er bedst historisk, men ud fra de givne antagelser vil det stadig give et retvisende billede.

14.5.1 LEVERAGE EFFEKT

Et af kerneelementerne i et opkøb, som er kendetegnet ved en LBO, er den høje gældsandel. Den optimale gældsfinansiering ligger ofte som en finjustering imellem en tilpas høj finansiell gearing frem til maksimering af afkastet på egenkapitalen. Dette samtidigt med at pengestrømmene skal overgå de finansielle omkostninger. Det er interessant ud fra følgende scenarie at se, hvor stor effekt gældsandelen har til at realisere denne IRR. Til estimeringen af gearingseffekten hos Mols-Linien under Polaris kommende ejerskab, tager jeg udgangspunkt i den tidligere fundne IRR på 31%, hvor jeg anvender 2020 som exit år. Denne IRR kan også betegnes som IRR_{levered} , som er et resultat af både de driftmæssige og finansielle faktorer. For at estimere den gearede effekt af værdiskabelsen kræves at udlede det ugearede afkast.

Dette gøres ud fra følgende formel (Capital Dynamics & CEFS, 2009):

» Beregning af IRR (unlevered til levered)

$$IRR_E^l = IRR_E^u + (IRR_E^u - r_D * (1 - T)) * \frac{D}{E}$$

Hvor IRR_E^u , er det samlede ugearede afkast på investeringen, r_D er fremmedkapitalens afkast og D/E er det gennemsnitlige gælds-til-egenkapitals forhold. I ovenstående formel er det ønsket på den forkerte side af lighedstegnet, det samlede ugearede afkast kan med udgangspunkt i formelen omskrives til:

» Beregning af IRR (levered til unlevered)

$$IRR_E^u = \frac{IRR_E^l + r_D(1 - T) * \frac{D}{E}}{1 + \frac{D}{E}}$$

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Enterprise value	1.621.778					2.217.797
Net interest-bearing debt	782.471					1.581.827
Market Value of Equity	839.306					635.971
D/E	0,932					2,487
Låneomkostninger		59.147	62.853	66.278	68.991	
Lån		1.522.462	1.686.428	1.780.386	1.766.439	
Gennemsnitlig D/E	1,71					
Gennemsnitlig r_d før skat	4%					
Effektiv skatte rrate	22%					
Genenmsnitlig r_d efter ska	3%					
IRR_levered	27%					
IRR_unlevered	11,97%					
Leverage effect	15,42%					
Bidrag fra gæld	56%					

TABEL 32 – GEARINGSEFFekten FRA VÆRDISKABELSEN I MOLS-LINIENS LBO, EGEN TILVIRKNING

Tabel 31 indeholder inputs til den omskrevne formel. Der anvendes det gennemsnitlige gæld til egenkapital ved overtagelsestidspunkt og forventet exit (Capital Dynamics & CEFS, 2009). Sidestillet er fremmedkapitalens gennemsnitlige rente beregnet ud fra lånerenten hvert år i ejer perioden.

Her ses at den gearingsmæssige effekt, hvert år udgør 15,42%. Et bidrag på 56% fra gearingseffekten, hvilket ligger et lille stykke over normen i branchen, der gennemsnitligt i 2013 opererede med en gearingseffekt på 37% (Danish Venture Capital and Private Equity Association, 2013). Årsagen til at den bliver højere end normen, skyldes til dels at Mols-Liniens finansielle gearing ikke er synderligt høj, derved vil en effekt fra både en LBO, men også implementering af et skibslån påvirke deres kapitalstruktur meget. Dette tolkes som at hvis virksomheden var 100% egenkapitalfinansieret, så ville den realisere en IRR på 11,97%. Polaris høje gældsandel må derved konkluderes at have en væsentlig indflydelse på den samlede værdiskabelse i holding perioden.

14.5.2 OPERATIONEL OG MARKEDS EFFEKT

Den resterende værdiskabelse, der er målbar, kommer fra driften. Det er her det vurderes at have størst effekt, ligeledes her det vurderes at Polaris vil ind og effektivisere.

Den operationelle effektivisering består af fire komponenter, EBITDA vækst, frit cash flow, multiple og en

EBITDA vækst (1.000 kr)	
EBITDA entry	72,29
EBITDA exit	104,29
Change in EBITDA	32,00
EV/EBITDAentry	22,43
Contribution	717,83
Leverage effect	404,02
Bidrag fra EBITDA vækst	313,81

TABEL 33 – EBITDA VÆKST GENERERING TIL VÆRDISKABELSE, EGEN TILVIRKNING

kombinations faktor. I forrige afsnit fastlagde jeg at gælden bidrog med 56% af værdiskabelsen, dette betyder at driften og markedsforsholdene medvirker med 44% af værdiskabelesn, 11,97% per år, tilført værdi over den estimerede holding periode. Dette kan ligeledes fastlægges hvis der kigges på EBITDA ved exit og entry, hvor Mols-Linien går fra en EBITDA på 72 mio. DKK til 104 mio. DKK igennem

holding perioden. Som følge af at entry og exit multiple er sat til det samme, vil denne faktor ikke have

nogen effekt i dette scenarie. En analyse af det frie cash flow, multiple og kombinationsfaktor foretages ikke, da i denne case, er det marginale effekter og på grund af side begrænsningen udlades dette.

14.5.3 STRAGIENS EFFEKT

Ud fra den omfattende PESTEL analyse, vurderes det at Polaris aktivt vil positionere Mols-Linien bedre på landkortet. På nuværende tidspunkt oplever Mols-Linien en vækst i passagerer der ønsker at rejse med dem, denne vækst kommer fra reducerede billetpriser og en bedre markedsføring. Dette betyder at muligheden for en højere IRR ikke er udelukket og derved kan Polaris opnå en bedre IRR end estimeret hvis deres positionering foretages korrekt og effektivt.

Det er et stort potentiale for ledelsen her, eftersom at de har fået en professionel kapitalfond bag sig til at videregive best practice i virksomhedsledelse og finansiell strukturering.

Det vurderes at ledelsen godt kan beslutte at forøge Mols-Liniens ruter, hvor de på nuværende tidspunkt har to. Er det muligt i fremtiden at de kan overtage danske ruter som i øjeblikket anvender mindre færges og derved implementere deres best practice. Dette område er oppe til diskussion, men har igennem opgaven været anset at graden af spekulation bliver for stor hvis der budgetteres med dette. Et potentielt opkøb for ledelsen vil være en af de danske færges, f.eks. SamsøFærgen eller BornholmerFærgen.

14.5.4 SAMLET VÆRDISKABELSE

Analysen af den samlede værdiskabelse i Mols-Linien, under det forventede ejerskab af Polaris, er blevet baseret på publikationen *Value Creation in PE* (Capital Dynamics og Center, 2009). Budgetteringen af Mols-Linien viste at deres fremtid kunne gå to veje, alt afhængig af regeringens beslutninger, i dette henseende vurderes det at være over 10 år ude i fremtiden og derved har Mols-Linien stadig næsten et dusin år at have et rigtigt godt koncept.

» Værdiskabelseskomponenter (IRR)



FIGUR 30 – VÆRDISKABELSESKOMPONENTER, EGEN TILVIRKNING

Det konkluderes hermed at Polaris kan realisere en IRR på 27% på en fem årig holding periode, hvis de ikke udvider deres forretningsmodel med flere ruter.

15.0 KONKLUSION

Formålet med denne afhandling har været at besvare to hovedspørgsmål i problemformuleringen, først at estimere en fair Enterprise Value af Mols-Linien på dagen hvor Polaris købte sig ind i virksomheden, samt at analysere den potentielle værdiskabelse i Mols-Linien, som resulterer i et exit for Polaris efter deres holding periode. Hovedpointerne og de væsentlige resultater fra opgaven vil i dette afsnit blive sammenholdt.

Den eksterne analyse fastlagde at markedet var i udvikling og at Mols-Linien bliver påvirket fra mange instanser. Den fastlagde de vigtige trusler indenfor regeringens planer vedrørende kattegatforbindelsen, timemodellen og grønpolitik m.v., yderligere fastlagt hvorledes og hvornår det vil påvirke Mols-Linien, i et dårligt scenarie vil det påvirke deres forretningsgrundlag. Der blev også diskuteret olieprisens indflydelse på Mols-Liniens nuværende lave omkostningsniveau og hvorledes det forventes at stige i fremtiden. Trafikanalysen fastlagde i samspil med brancheanalysen at de opererer i en mættet branche der kræver store investeringer at enten etablere sig, eller hvis der ønskes strategisk vækst, at opkøbe virksomheder. Samtidigt med at de interessenter Mols-Linien opererer med, har en stærk forhandlingsstyrke hvilket positionerer Mols-Linien svagt på markedet. Det blev vurderet på kort sigt at markedet ville forblive uforandret, men på langsiget kan der forekomme negative påvirkninger.

Den interne analyse viste at deres produktportefølje var gennemarbejdet og konkurrencedygtig, med fordele der er komparative med konkurrenternes, hvor deres komparative fordel var hurtig transport og god service.

Mols-Liniens forretningsmodel har derved tilknyttet en vis risiko som blev bekræftet i rentabilitetsanalysen, hvor Mols-Linien har klaret sig bedre i deres seneste år i forhold til hele den analyserede periode. Det vurderes at de har foretaget en række initiativer med henblik på at forbedre virksomheden, hvor de som servicevirksomheder gør, nu fokuserer på at realiserer en god profitmargin. Den volatilitet som er repræsentativ i RNOA, skyldes ustabile niveauer i deres omkostninger og mange faste omkostninger, derved bliver de hårdt ramt hvis deres omsætning ikke følger med. Udviklingen i tallene, både som følge af nye skibe, bedre billetpriser og nye markedsvilkår – har haft en positiv indflydelse på Mols-Linien fremadrettet.

I budgetteringen blev det belyst at tre ud af deres fire omkostningsposter, har fulgt omsætningsudviklingen stabilt under den analyserede periode. Afskrivningerne var som følge af den finansielle leasing ikke direkte korreleret til omsætningen. Samlet set betød det at Mols-Linien fik en profit margin på 21% som frem til terminalperioden faldt til 13%. Hertil blev udarbejdet nye afskrivninger fremadrettet der underbyggede deres nuværende forretningsgrundlag. Deres fremtid er direkte afhængig af makromiljøet, hvilket blev implementeret i antagelserne af mean-reversion og anvendelse af det historiske gennemsnit.

Dette resulterede i en fair-value værdiansættelse der estimerede den teoretiske Enterprise værdi til 1.621 mio. DKK., hvilket giver en aktiekurs på 59 kr. per aktie. Dette betyder at Polaris har købt en undervurderet virksomhed til en gennemsnitspris på 37,7 DKK.

Den spekulative LBO model viste at Polaris kan realisere en IRR På 27% og jf. teori er indenfor karakteristika rammerne for et leveraged buyout, en utypisk kandidat for Polaris. Det blev konkluderet at 15,42% af IRR gevinsten ville komme fra den finansielle struktur i købet, hvorved deres operationelle effektiviseringer til en forbedret EBITDA ville udgøre 11.97%. Det blev afslutningsvis lagt op til operationelle og strategiske forbedringer for Mols-Linien fremadrettet som Polaris kan foretage i løbet af deres holding periode.

16.0 LITTERATURLISTE

UNDERSØGELSER

William Blair – leverage finance market update spring 2015

PWC - 2015 Global Private Equity Survey

REGNSKABER

Mols-Liniens Årsregnskab 2008/09

Mols-Liniens Årsregnskab 2009/10

Mols-Liniens Årsregnskab 2010/11

Mols-Liniens Årsregnskab 2011/12

Mols-Liniens Årsregnskab 2012/13

Mols-Liniens Årsregnskab 2013/14

HJEMMESIDER

Fondsbørsen siger ja til afnotering af Mols-Linien, Børsen.dk, 2016 (tilgået 2.2.2016)

http://investor.borsen.dk/artikel/1/320485/fondsboersen_siger_ja_til_afnotering_af_mols-linien.html

Transportmagasinet, 2015 (tilgået 8.2.2016)

http://www.transportmagasinet.dk/article/view/231694/molslinien_vil_afnoteres#.Vq4IFnhBhE

Plesner. (2016,). Loan to owners and members of management and self-financing (tilgået 10.2.2016)

http://www.plesner.com/cms/Loan_and_self-financing-2474.aspx

Axcel. (2013, 3 marts). About Axcel: Investment Criteria. Hentet 5 marts 2016, www.uk.axcel.uat.fonqi.com

Macabacus. (2013). Leveraged Buyout (LBO) Analysis. (tilgået 11.2.2016)

<http://macabacus.com/valuation/lbo/>

Lauren Silva Laughlin, 2015, Should stock market investors follow private equity's lead?, 2015, (tilgået 12.2.2016) <http://fortune.com/2015/02/25/private-equity-investors/>

Per Hansen, 2016, Mols-Linien: Afnotering koster investorer 600 mio., (tilgået 12.2.2016)

<http://finans.dk/live/opinion/ECE8477612/molslinien-afnotering-koster-investorer-600-mio/?ctxref=ext>

Google selfdriving car (tilgået 12.2.2016)

<HTTPS://WWW.GOOGLE.COM/SELFDRIVINGCAR/>

Hyperloop, SpaceX (tilgået 12.2.2016)

<http://www.spacex.com/hyperloop>

Mols-Linien køber ny hurtigfærge (tilgået 25.3.2016)

<http://www.b.dk/nationalt/mols-linien-koeber-ny-hurtigfaerge>

Kyoto-aftale (tilgået 25.3.2016)

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=URISERV%3A128060>

Sømandsskat truer danske rederier, DR.DK (tilgået 22.3.2016)

<http://www.dr.dk/nyheder/regionale/nordjylland/soemandsskat-truer-danske-rederier>

Milliardgevinst ved at fjerne brugerbetaling på Storbæltsbroen (tilgået 21.3.2016)

<http://www.fdm.dk/nyheder/rapport-milliardgevinst-ved-fjerne-brugerbetaling-paa-storbaeltsbroen>

Optimering af LNG/batteridrift for dansk indenrigs færgefart, mst.dk (tilgået 21.3.2016)

<http://www2.mst.dk/Udgiv/publikationer/2015/01/978-87-93283-71-8.pdf>

Transportens energiforbrug og CO2-emissioner (tilgået 4.4.2016)

<http://www.ens.dk/klima-co2/transport>

The Economist, The Global Debt Clock (tilgået 4.4.2016)

http://www.economist.com/content/global_debt_clock

Udsigt til forsat fremgang på arbejdsmarkedet (tilgået 4.4.2016)

<http://www.nationalbanken.dk/da/presse/Documents/2016/03/DNN201623629.pdf>

SAS, EuroBonus (tilgået 7.4.2016)

<http://sas.dk/eurobonus>

Mols-Linien, billetpriser (tilgået 7.4.2016)

<http://www.mols-linien.dk/index.dsp?area=268>

Verdens første naturgas-hurtigfærge skal sejle på Mols-Linien (tilgået 8.4.2016)

<https://ing.dk/artikel/verdens-forste-naturgas-hurtigfaerge-skal-sejle-pa-mols-linien-106185>

Flere virksomheder flytter hjem efter krisen - det er robotternes skyld (tilgået 8.4.2016)

<http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2752156/flere-virksomheder-flytter-hjem-efter-krisen---det-er-robotternes-skyld/>

Danmark får veje og jernbaner for 200 milliarder kroner (tilgået 8.4.2016)

<http://www.b.dk/nationalt/danmark-faar-veje-og-jernbaner-for-200-milliarder-kroner>

Flere afgang og flere siddepladser i togtrafikken, Trafikministeriet (tilgået 8.4.2016)

<http://www.trm.dk/da/nyheder/2015/flere-afgange-og-flere-siddepladser-i-togtrafikken>

Mols-Linien forventer et endnu bedre resultat i 2016, Finans.dk (tilgået 8.4.2016)

<http://finans.dk/live/erhverv/ECE8502709/molslinien-forventer-et-endnu-bedre-resultat-i-2016/?ctxref=ext>

Ny mand ved roret vender Mols-Linien, Borsen.dk, (tilgået 24.4.2016)

<http://www.business.dk/ledelse/ny-mand-ved-roret-vender-mols-linien>

Beta by sector EU, Damodoran, NYC Stern, 2016 (tilgået 12.4.2016)

<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>

<http://www.pegcc.org/research/>

Kapitalfonde i DK (tilgået 12.2.2016)

http://www.dvca.dk/uploads/DVCA_Arsskrift2014_web_Enkelts.pdf

AFHANDLINGER / BØGER

Capital Dynamics & CEFS,

Troels Christiansen og Jørn Christiansen, Børsens ledelseshåndbog, Køb og salg af virksomheder (2014)

Value Creation in Leverage Buyouts – Nicolaus Loos (2005)

Value Generation in Buyouts - Berg and Gottschalg (2005)

Financial Statement Analysis and Security Valuation – Stephen H Penman, Fifth Edition (2012)

Principles of Corporate Finance, Global Edition, Brealey et al. (2015)

Rosenbaum, J., & Pearl, J., Investment Banking, Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Aquisitions. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, Inc. (2009).

Plenborg, Thomas & Petersen, Christian V. Financial Statement Analysis (Valuation, Credit analysis and Executive compensation) (2012)

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Sørensen, Ole (2012)

PUBLICERINGER

Danish Venture Capital and Private Equity Association 2014/2015

Baker, Geroge P. /Smith, George D. (1998), The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Robert and the Creation of Corporate Value, Cambridge, Cambridge University Press

Cotter, James F. / Peck, Sarah W. (2001), The Structure of Debt and Active Equity Investor: The Case of the Buyout Specialist in Journal of Financial Economics

Kaplan, Steven N. (1989), The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value, in Journal of Financial Economies

Singh, Harbir (1993), Challenges in Researching Corporate Restructuring, Journal of Management Studies

Henderson, M. Todd / Epstein, Richard A. (2009), The Going-private Phenomonon: Causes and Implications, vol 76 no. 1, University of Chicago Law Review

Andersen, A. N., & Melander, M. (2007). Fra Boss til leveraged buyouts - En kapitalmarkedsretlig analyse (1st ed.).

Kaplan, Steven N. & Strömberg, Per (2008), Leveraged Buyouts and Private Equity, Journal of Economic Perspectives vol. 22 no. 4

Milne, Frank et al., 2010, Monitoring to Reduce Agency Costs: Examining the Behavior of Independent and Non-Independent Boards.

Kaiser, Kevin et al. 2010, Value creation in the Private Equity and Venture Capital Industry

Elliot, Douglas J., 2015, Market Liquidity: A Primer

Cotter and Peck, 2001, Differences in Financial and buyout characteristics for different types of investor controlled buyouts (sample 64 buyouts)

Ernst & Young, 2015, Global Private Equity survey

Aswath Demodaran, 2008, ERP: Determinants, Estimation and Implications

Aswath Damodaran, 2005, Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount

17.0 FIGUROVERSIGT

Figur 1 – Disposition over opgaven, egen tilvirkning	3
Figur 2 - Egen tilvirkning, inspiration fra Viebig et al.....	6
Figur 3 - Udarbejdet med inspiration fra Andersen og Melander (2008)	13
Figur 4 - Antal passagere med Mols-Liniens færger (Sjællands Odde - Århus & Sjællands Odde - Ebeltoft) 2008 til 2014, egen tilvirkning, kilde: Mols-Liniens AR 2007/08 til 2013/14	15
Figur 5 – Ejerstruktur for Mols-linien Egen tilvirkning, data hentet fra nyhedsdatabaser og sammensat, data hentet d. 15/3/2016	17
Figur 6 – Illustrering af likviditetspræmie, egen tilvirkning.....	18
Figur 7 – Struktur over analysen, egen tilvirkning.....	19
Figur 8 – Hurtigtog net i Danmark, kilde: Trafikstyrelsen.....	20
Figur 9 - Danmarks National Gæld (2000-2014), kilde: Danmarks Statistik, Excelark: Gæld	22
Figur 10 – Inflation (1990 til 2015), kilde: Danmarks Statistik, Excelark: Inflation.....	22
Figur 11 –oliepris (1998 til 2015), kilde: Economic Research, Excelark: oliepris	23
Figur 12 – Timer med trængsel på motorvejsnettet, kilde: Trafikstyrelsen	33
Figur 13 – Antal passagere for hhv. Mols-Linien, Storebæltsbroen, DSB og Fly, egen tilvirkning, kilde: Danmarks Statistik.....	36
Figur 14 – vækst de seneste tre år indenfor hhv. Mols-Linien, Storebæltsbroen, DSB og Fly, egen tilvirkning, kilde: Danmarks Statistik	36
Figur 15 - Mols-Liniens billetpriser pr. 23 februar 2016, egen tilvirkning	37
Figur 16 – Illustrering af værdikæde, egen tilvirkning.....	39
Figur 17 - SWOT model, egen tilvirkning	43
Figur 18 - Mols-Liniens nettoomsætning (2007/08 til 2014/15), kilde: Mols-Liniens årsregnskaber, egen tilvirkning.....	44
Figur 19 - Mols-Liniens omkostningsudvikling (2007/08 til 2014/15) inkl nettoomsætning, kilde: Mols-Liniens årsregnskaber, egen tilvirkning	45
Figur 20 - MOLS-LINIENS Aktiver (2007/08 TIL 2014/15) INKL NETTOOMSÆTNING, KILDE: MOLS-LINIENS ÅRSREGNSKABER, EGEN TILVIRKNING	46
Figur 21 - MOLS-LINIENS Passiver (2007/08 TIL 2014/15) INKL NETTOOMSÆTNING, KILDE: MOLS-LINIENS ÅRSREGNSKABER, EGEN TILVIRKNING	46
Figur 22 – Mols-Liniens Egenkapital (2007/08 til 2014/15) Inkl. Nettoomsætning, Kilde: Mols Liniens årsregnskaber, egen tilvirkning	48
Figur 23 – Nelson Siegel Sveson nul kuponrente kurve, egen tilvirkning, kilde: Nordea Analytics.....	57

Figur 24 – Nelson Siegel Svensson Nulkuponrente kurve tillagt en markedsspread, egen tilvirkning, kilde: Nordea Analytics	58
Figur 25 - Kreditrating krav, kilde: Damodoran, egen tilvirkning	59
Figur 26 - Beta, kilde: Plenborg, egen tilvirkning.....	61
Figur 27 - Omsætning og Omsætning / Antal passagerere, egen tilvirkning, kilde: Mols-Liniens AR 2007/08 til 2013/14	63
Figur 28 Illusterering af Mean reversion af Omsætning med beregnet Omsætningsvækst, egen tilvirkning..	64
Figur 29 - Annuitetslån (afskrivningsprofil) for Mols-Liniens nye færge, anvendt Plenborgs fremgangsmetode, egen tilvirkning	67
Figur 30 – Værdiskabelseskomponenter, Egen tilvirkning	79

18.0 TABELOVERSIGT

Tabel 1 - Udsnit af Damodorans Beta by Sector, kilde: NYC Stern	26
Tabel 2 – Mols-Liniens peer gruppe, egen tilvirkning, kilde: infinancials.com.....	26
Tabel 3 - egen tilvirkning, kilde: momondo, DSB, Storebæltsbroen og Mols-Linien, priser hentet d. 4 april 2016, *) Benzin priser er beregnet ud fra ((afstand / km per liter) x dagspris på benzin) = Benzin pris.	28
Tabel 4 - Undersøgelse hentet fra Gallup.dk, egen tilvirkning og sammensætning, Excelark: Gallup tal.....	28
Tabel 5 - Kilde: Danmarks Statistik, egen tilvirkning, Excelark: Investeringer, D	31
Tabel 6 - Kilde: Danmarks Statistik, Egen tilvirkning, Excelark: Investeringer, A	31
Tabel 7 - Kilde: Danmarks Statistik, Egen tilvirkning, Excelark: Investeringer, E	31
Tabel 8 - Estimering fra Trafikstyrelsen, egen tilvirkning	34
TABEL 9 – Anlægspris og Samfundsøkonomi for projekter på nuværende tidspunkt i Danmark, Kilde: Trafikstryelsen, egen tilvirkning	35
Tabel 10 - Afskrivninger fra Mols-Liniens årsrapport 2014	50
Tabel 11 - Finansiell leasing for Mols-Liniens aktiver, egen tilvirkning, kilde: Mols-Liniens årsregnskaber	52
Tabel 12 – Operationel leasing for Mols-Liniens aktiver, egen tilvirkning, kilde: Mols-Liniens årsregnskaber	52
Tabel 13 - Nelson Siegel Svensson Output, Egen tilvirkning, findes i Excelark: Nelson-Siegel-Svensson	57
Tabel 14 - Real BNP vækst (kilde: IMF), forventet inflation (kilde:IMF) og risikofri rente proxy, egen tilvirkning	58
Tabel 15 – BEREGNET Interest Coverage Ratio, egen tilvirkning, kilde: ML AR 2008-2014	58
Tabel 16 - WACC beregning for værdiansættelsesperioden, egen tilvirkning	62
Tabel 17 – Omsætning og Omsætning de seneste tre år, egen tilvirkning	63
Tabel 18 – Korrelationstabel, egen tilvirkning, Kilde: Mols-Liniens AR 2008-2014.....	64
Tabel 19 - Omsætning, skibenes eksterne omkostninger i faktisk og % af omsætning, 2008 til 2014, egen tilvirkning	65
Tabel 20 - Omsætning, Andre eksterne omkostninger i faktisk og % af omsætning, 2008 til 2014, egen tilvirkning	65
Tabel 21 - Omsætning, personaleomkostninger i faktisk og % af omsætning, 2008 til 2014, egen tilvirkning	66
Tabel 22 - EBITDA / Omsætning ud fra estimerede omkostninger, egen tilvirkning	66
Tabel 23 - Evigheds Proxy, egen tilvirkning	68
Tabel 27 – DCF beregninger, egen tilvirkning.....	69
Tabel 28 - FOOTBALL FIELD til sensitivitetssanalysen, Egen tilvirkning.....	69
Tabel 26 – Sensitivitetssanalyse af WACC og Vækst til beregning af enterprise value, egen tilvirkning.....	70

Tabel 27 - Oversigt over sælgere af Mols-Linien A/S aktier til Polaris, egen tilvirkning.....	73
Tabel 28 – rentebetaling ud fra givne gældsprocenter, egen tilvirkning, lånerentekilder: Nykredit & Coopbank.....	73
Tabel 29 – Beregning af IRR og Money Back, egen tilvirkning	76
Tabel 30 – EBITDA sensitivitet i IRR, egen tilvirkning	76
Tabel 31 – Gearingeffekten fra værdiskabelsen i Mols-Liniens LBO, egen tilvirkning.....	78
Tabel 32 – EBITDA vækst generering til værdiskabelse, egen tilvirkning.....	78
Tabel 33 - Porter's Five Forces, egen tilvirkning.....	105
Tabel 34 - DuPont model for RNAO, PM og ATO, egen tilvirkning, Kilde: Mols-Linien AR 2008/09 til 2013/14	111

19.0 BILAGSOVERSIGT

Bilag 1. - Ruter Mols-Linien sejler på	91
Bilag 2. - Transport i Øresund	92
Bilag 3. - Infrastruktur, Finansiering	98
Bilag 4. - Vækst i Erhvervsareal fra 1990 til 2010	99
Bilag 5. - Infrastruktur, Forventet flaskehals	100
Bilag 6. - Kapacitetsudnyttelse på jernbanenettet i 2030	101
Bilag 7. - Vejprojekter hvor brugerbetaling er undersøgt eller besluttet.....	102
Bilag 8. - PESTEL	103
Bilag 9. - Erhvervsområde.....	104
Bilag 10. - Porters Five Forces.....	105
Bilag 11. - Reformulering af egenkapital	106
Bilag 12. - Reformulering af resultatopgørelse.....	107
Bilag 13. - Reformulering af balance.....	108
Bilag 14. - Finansiell leasing til Operationel leasing for Mols-Liniens færgeflåde.....	109
Bilag 15. - DuPont Model.....	111
Bilag 16. - Beta beregning.....	112
Bilag 17. - Forecast	113
Bilag 18. - Nelson siegel svensson	114
Bilag 19. - WACC	122
Bilag 20. - Lånstruktur.....	123
Bilag 21. - Det frie Cash flow	124

BILAG 1. - RUTER MOLS-LINIEN SEJLER PÅ



BILAG 2. - TRANSPORT I ØRESUND

Stena-Line



Danske færger



Scandlines



TT-Line



Polferries



Viking Line



Tallink Silja Line



Color Line



Fjord Line



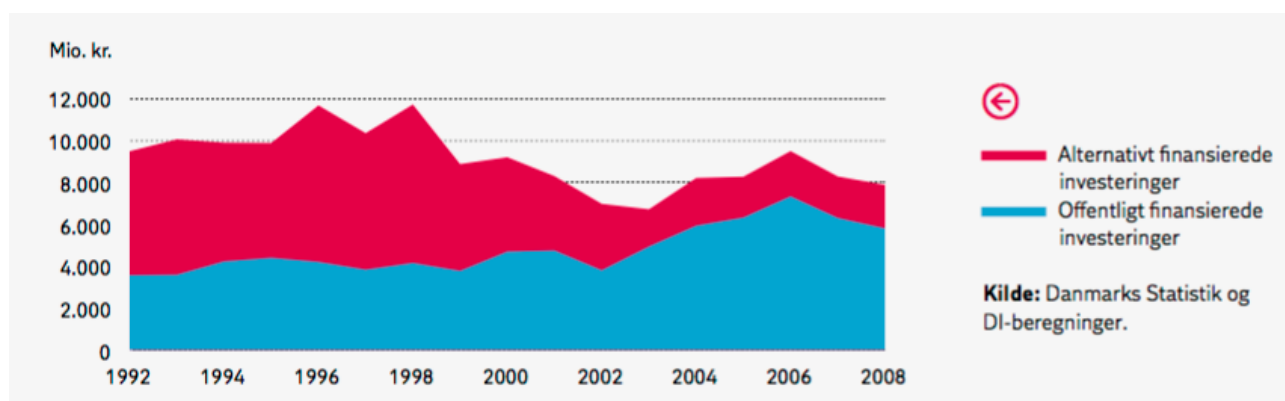
Finnlines



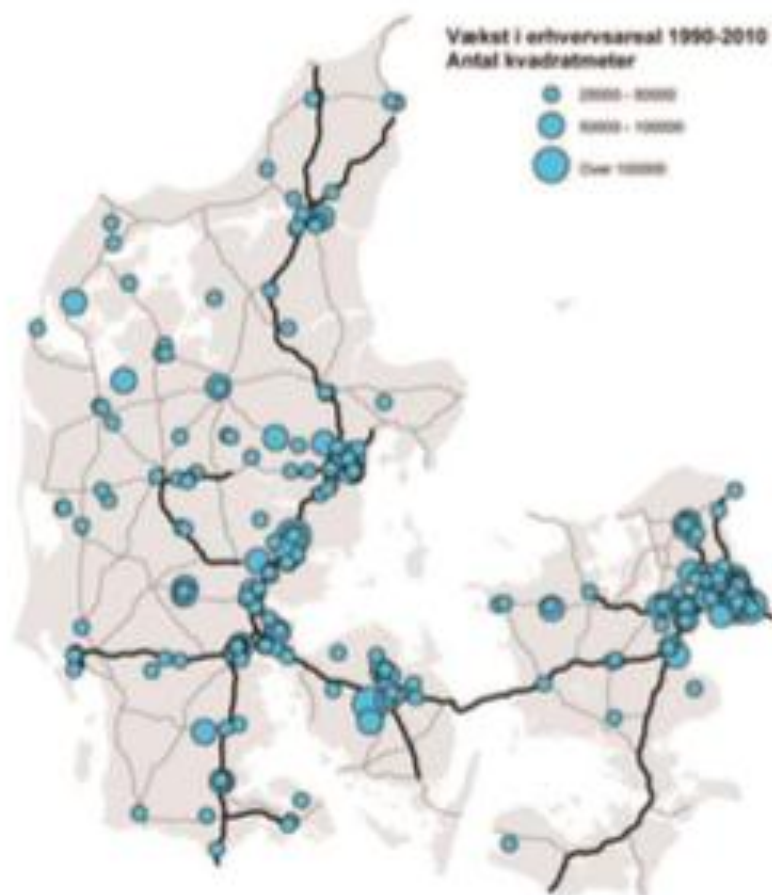
Sweline



BILAG 3. - INFRASTRUKTUR, FINANSIERING



BILAG 4. - VÆKST I ERHVERVSAREAL FRA 1990 TIL 2010



Kilde: Transportministeriet

BILAG 5. - INFRASTRUKTUR, FORVENTET FLASKEHALS



BILAG 6. - Kapacitetsudnyttelse på jernbanenettet i 2030



Kilde: trafikstryelsen

BILAG 7. - VEJPROJEKTER HVOR BRUGERBETALING ER UNDERSØGT
ELLER BESLUTTET

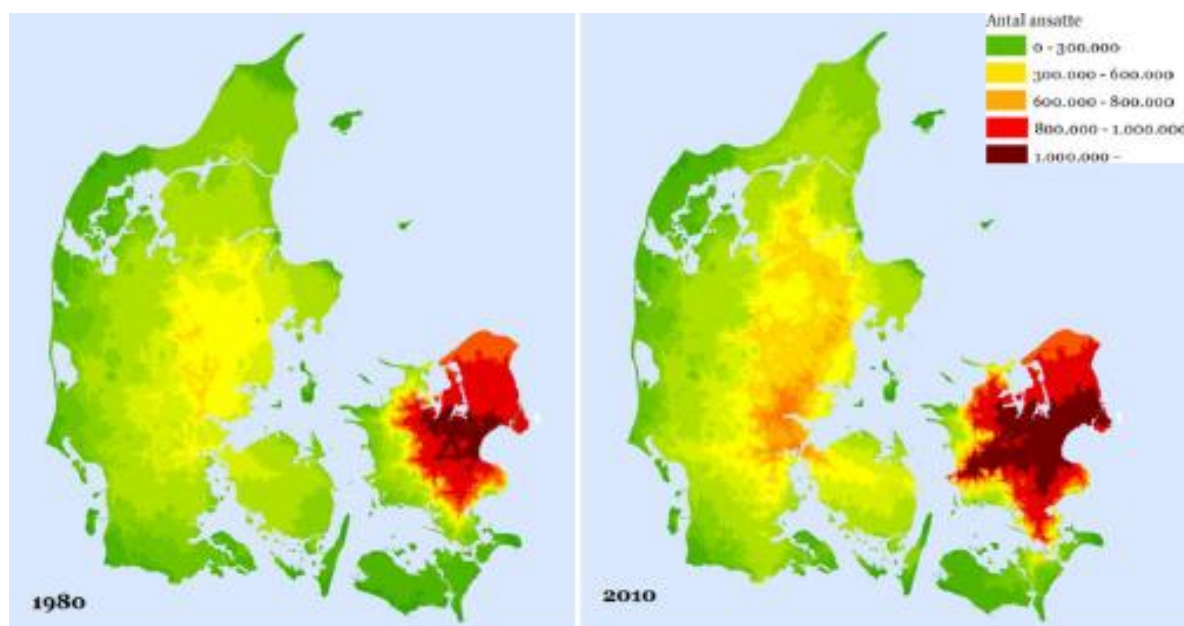


Kilde: Trafikstyrelsen

BILAG 8. - PESTEL

FAKTORER	UNDERLIGGENDE ELEMENT	VARIABLE	RELEVANS
POLITISKE	1. Grøn Politik 2. Lavere skat i Danmark 3. Kattegat forbindelsen 4. Timemodellen 5. Afskaffelse af broafgift 6. Reduceret CO2 udslip 7. Afgifterne på bilerne	Mindre markedsandel Forøge OI Mindre markedsandel Bedre konkurrence fordel for konkurrenter Dårligere konkurrence position Kræver større investeringer Større markedsandel	
ØKONOMISKE	1. BNP vækst i Danmark 2. Inflation i Danmark 3. Reduceret oliepris 4. Hedging af olie 5. Lave lånerenter 6. Infrastrukturen finansieret er staten	Forbedret purchase power Lav vækst i Danmark Lower costs Mere stabile omkostninger Bedre forhold for købende fond Bedre forhold for billister	
SOCIOKULTURELLE	1. Ændring i rejse adfærd 2. Urbanisering 3. Lokalisering af arbejdspladser	Større markedsandel	
TEKNOLOGISKE	1. Liquid Natural Gas 2. 250 KM/T toge 3. Teknologiske transport gennembrud	Lavere omkostninger Større incitament at anvende konkurrenter Kan ændre branchen fuldstændigt	
MILJØ	1. Forlængelse af CO2 udslip	Kræver større investeringer	
LOVGIVNING	1. Søløven	Dårligere vilkår for medarbejdere	

BILAG 9. - ERHVERVSOMRÅDE



BILAG 10. - PORTERS FIVE FORCES

FAKTORER	UNDERLIGGENDE ELEMENT	VARIABLE	KRAFT
KONKURRENCE INTENSITET I BRANCHEN	1. Mættet branche 2. Intens konkurrence 3. Mange multinationale konkurrenter	Reducerer marginer	Høj
ADGANGSBARRIERE	1. Kræver store investeringer for at etablere sig på markedet 2. Langsigtede investeringer reducerer hastigheden i branchen	Kræver stor egenkapital Nemmere at tilpasse	Lav Lav
SUBSTITUERENDE PRODUKTER	1. Banetrafikken 2. Flytrafikken 3. Biltrafikken over Storebælt	Markedsandel	Rimeligt høj
KUNDERNES FORHANDLINGSKRAFT	1. Forholdsvis homogent produkt	Markedsandel	Rimeligt høj
LEVERANDØRERNES FORHANDLINGSKRAFT	1. Stærke brandstofleverandører 2. Øget sømandsskat	Omkostninger Omkostninger	Lav Lav

TABEL 34 - PORTER'S FIVE FORCES, EGEN TILVIRKNING

BILAG 11. - REFORMULERING AF EGENKAPITAL

Reformulated equity statement	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Equity at 31 December previous year (Adjusted in 2005)	445.687	321.622	296.195	230.267	88.944	10.710	2.443
Minority interests							
Equity at 31 December previous year after minority interest	445.687	321.622	296.195	230.267	88.944	10.710	2.443
Transactions with shareholders							
Salg af egne aktier	-	171	-	-	-	-	-
Betalt udbytte til aktionærer	(30.698)	-	-	-	-	-	-
Resultatført aktiebaseret vederlæggelse	1.584	884	301	-	-	-	88
Andre reserver	-25.985	-8.126	-4.563	369	106	842	-41.424
Køb og salg af finansielle aktiver disponible for videresalg	(77)	49.160	-	128.643	-	-	-
Total transactions with shareholders	(55.176)	(7.071)	(4.262)	369	106	842	(41.336)
Comprehensive income							
Overført resultat	-40.430	12.390	-39.340	-130.386	-70.235	1.992	89.702
Afdrag på langfristet gæld	-28.459	-30.746	-22.326	-11.306	-8.105	-11.101	-16.367
Total comprehensive income	(68.889)	(18.356)	(61.666)	(141.692)	(78.340)	(9.109)	73.335
Equity at 31 December current year	321.622	296.195	230.267	88.944	10.710	2.443	34.442
Minority interest at 31 december current year							
Equity at 31 December current year, adjusted for MI	321.622	296.195	230.267	88.944	10.710	2.443	34.442

BILAG 12. - REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSE

Reformulated Income Statements (Historical)

Core operating income

Core sales revenue	788.437	673.899	491.496	501.114	464.747	535.524	611.862
Core cost of sales	-	-	-	-	-	-	-
Core gross margin	788.437	673.899	491.496	501.114	464.747	535.524	611.862
Sibenes eksterne driftsomkostninger	398331	260148	243219	301037	247481	260622	249976
Personaleomkostninger	222602	208474	137530	133476	112813	126688	128446
Andre eksterne omkostninger	144975	128052	99745	89468	83214	99292	102504
Finansielle udgifter	16287	14217	8694	9591	24362	46882	55123
EBITDA	6.242	63.008	2.308	-32.458	-3.123	2.040	75.813
Afskrivninger	69409	70237	55354	108600	91549	51286	54458
Core OI from sales before Tax	-63.167	-7.229	-53.046	-141.058	-94.672	-49.246	21.355
Tax as reported	-4.022	425	3.411	-	-42	-94	-32
- Tax shield	7.493	4.799	2.574	2.668	6.120	12.833	14.638
Tax allocated to core other OI	-	-	-	-	-	-	2.457
Tax allocated to UI	-	-	-	-	-	-	-
Tax on core OI from sales	3.471	5.224	5.985	2.668	6.078	12.739	17.063
Core OI from sales	-59.696	-2.006	-47.061	-138.390	-88.594	-36.507	38.418
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	9826
- tax on other OI	-	0	0	0	0	0	-2456,5
Core OI (=NOPAT)	-59.696	-2.006	-47.061	-138.390	-88.594	-36.507	45.787
Comprehensive OI	-59.696	-2.006	-47.061	-138.390	-88.594	-36.507	45.787

Financing Items

Finansielle indtægter	10472	4977	1601	1081	117	4450	3430
Finansielle udgifter	16287	14217	8694	9591	24362	46882	55123
NFE before tax	26.759	19.194	10.295	10.672	24.479	51.332	58.553
Tax benefit (=Tax Shield)	-7.493	-4.799	-2.574	-2.668	-6.120	-12.833	-14.638
NFE (Net financial expenses after tax)	19.266	14.396	7.721	8.004	18.359	38.499	43.915
Net income	-40.430	12.390	-39.340	-130.386	-70.235	1.992	89.702

BILAG 13. - REFORMULERING AF BALANCE

Reformulated Balance Sheets (Historical)							
Operating assets	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<u>Non-current Operating Assets</u>							
Skibe	417.668	382.078	374.926	171.721	469.860	898.287	849.861
Terminaler og havne anlæg	48.508	43.864	39.063	21.569	18.493	18.112	17.421
Driftsmidler og inventar	20.914	17.727	13.928	9.431	9.047	7.457	5.281
Total Non-current	487.090	443.669	427.917	202.721	497.400	923.856	872.563
Current Operating Assets							
Arbejdskapital (0,5% af omsætning)	3.942	3.369	2.457	2.506	2.324	2.678	3.059
Varebeholdninger	47.087	52.829	54.526	28.061	25.815	24.015	26.593
Tilgodehavender fra salg	40.756	37.491	37.319	14.445	13.721	10.300	10.058
Tilgodehavende selskabsskat	86	-	-	-	-	-	-
Andre tilgodehavender mv.	51.111	8.265	7.241	3.697	6.972	5.548	28.023
Aktiviteter vedrørende ophørende aktiviteter	-	-	-	64	-	-	-
Total Current	142.982	101.954	101.543	48.773	48.832	42.541	67.733
Total operating assets	630.072	545.623	529.460	251.494	546.232	966.397	940.296
Operating liabilities							
<u>Non-current Operating Liabilities (Non-interest bearing items)</u>							
Anden gæld	89.931	56.762	45.854	42.614	44.365	37.572	78.814
Periodisering af flerturkort	42.995	35.452	33.139	25.132	16.508	8.253	7.755
Total non-current liabilities	132.926	92.214	78.993	67.746	60.873	45.825	86.569
Current							
Leverandørgæld	35.684	33.839	50.440	46.466	36.438	51.833	31.086
Total current liabilities	35.684	33.839	50.440	46.466	36.438	51.833	31.086
Total operating liabilities	168.610	126.053	129.433	114.212	97.311	97.658	117.655
Net non-current operating assets	354.164	351.455	348.924	134.975	436.527	878.031	785.994
Working capital	107.298	68.115	51.103	2.307	12.394	-9.292	36.647
NOA = Net Operating Assets	461.462	419.570	400.027	137.282	448.921	868.739	822.641
Financial Assets							
<u>Financial Assets</u>							
Likvide beholdninger	-2.327	-1.134	-2.056	48.495	2.660	-1.499	1.177
Finansielle aktiver disponible for salg	170.471	120.992	124.080	-	-	-	-
Tilgodehavender hos dattervirksomheder	14.750	13.014	11.108	5.568	107	-	-
Kapitalandele i dattervirksomhed	634	634	634	130	130	130	130
Total Financial Assets	183.528	133.506	133.766	54.193	2.897	-1.369	1.307
Financial Liabilities							
Selskabsskat	-	-	-	-	125	144	106
Kreditinstitutter	79.289	-	82.331	-	-	16.521	-
Skibskreditlån (Kortfristet forpligtelse)	27.860	28.152	28.461	-	-	-	-
Skibskreditlån (Langfristet forpligtelse)	173.928	145.776	117.315	-	-	-	-
Finansielle leasingforpligtelser (Kortfristet forpligtelse)	932	970	1.010	722	4.978	14.620	21.819
Finansielle leasingforpligtelser (Langfristet forpligtelse)	14.985	14.015	13.004	8.206	358.873	782.970	759.404
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæum (Kortfristet forpligtelse)	247	297	307	147	8	218	149
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæum (Langfristet forpligtelse)	5.721	5.964	6.351	1.896	2.415	2.152	2.300
Udskudt skatteforpligtelser	4.000	3.500	-	-	-	-	-
Forpligtelser vedrørende ophørte aktiviteter	-	-	-	9.434	3.095	2.800	-
Total Financial Liabilities	306.962	198.674	248.779	20.405	369.494	819.425	783.778
Net financial assets (NFA)							
Net Financial Obligations (NFO)	123.434	65.168	115.013	-33.788	366.597	820.794	782.471
NFO/EBITDA (RU target in AR's 2,5)	0,157	0,10	0,23	-0,07	0,79	1,53	1,28
Common Shareholders' equity	338.028	354.402	285.014	171.070	82.324	47.945	40.170

BILAG 14. - FINANSIEL LEASING TIL OPERATIONEL LEASING FOR MOLS-LINIENS FÆRGEFLÅDE

Gældende for deres nuværende skibsflåde (Y1 = 2013)

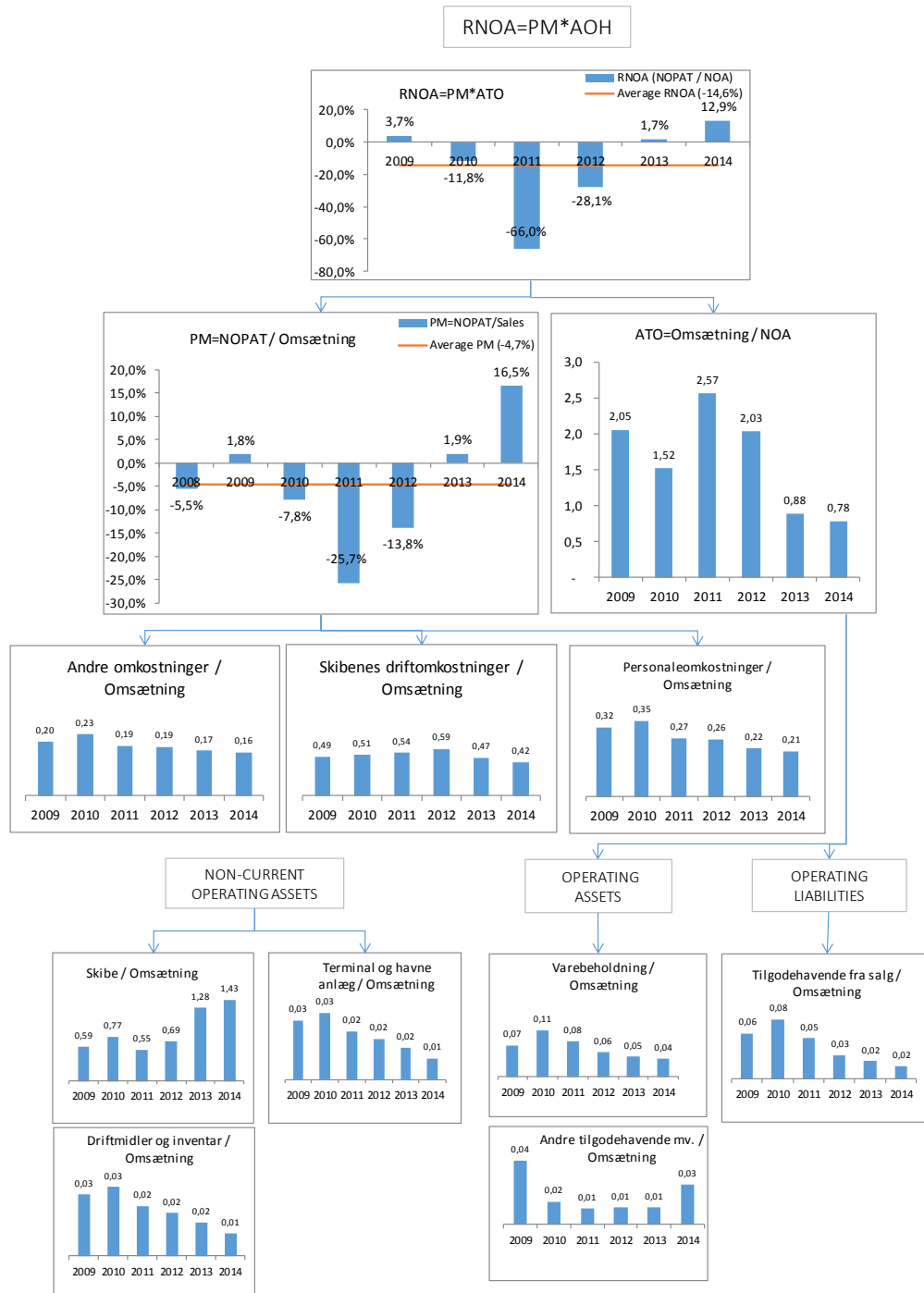
	Book value	Ydelse	Afdrag	Rente	Book value end
Y1	782.970	86.258	7.961	78.297	775.009
Y2	775.009	86.258	8.757	77.501	766.251
Y3	766.251	86.258	9.633	76.625	756.618
Y4	756.618	86.258	10.596	75.662	746.022
Y5	746.022	86.258	11.656	74.602	734.365
Y6	734.365	86.258	12.822	73.437	721.544
Y7	721.544	86.258	14.104	72.154	707.440
Y8	707.440	86.258	15.514	70.744	691.926
Y9	691.926	86.258	17.066	69.193	674.860
Y10	674.860	86.258	18.772	67.486	656.087
Y11	656.087	86.258	20.650	65.609	635.438
Y12	635.438	86.258	22.715	63.544	612.723
Y13	612.723	86.258	24.986	61.272	587.737
Y14	587.737	86.258	27.485	58.774	560.253
Y15	560.253	86.258	30.233	56.025	530.020
Y16	530.020	86.258	33.256	53.002	496.764
Y17	496.764	86.258	36.582	49.676	460.182
Y18	460.182	86.258	40.240	46.018	419.942
Y19	419.942	86.258	44.264	41.994	375.677
Y20	375.677	86.258	48.691	37.568	326.987
Y21	326.987	86.258	53.560	32.699	273.427
Y22	273.427	86.258	58.916	27.343	214.512
Y23	214.512	86.258	64.807	21.451	149.704
Y24	149.704	86.258	71.288	14.970	-

BILAG - FINANSIEL LEASING TIL OPERATIONEL LEASING FOR

Gældende for det nye køb af færgen som inkluderes i forecast omkostningerne (Y1 = 2016)

	Book value	Ydelse	Afdrag	Rente	Book value end
Y1	800.000	88.134	8.134	80.000	791.866
Y2	791.866	88.134	8.948	79.187	782.918
Y3	782.918	88.134	9.843	78.292	773.075
Y4	773.075	88.134	10.827	77.307	762.248
Y5	762.248	88.134	11.910	76.225	750.338
Y6	750.338	88.134	13.101	75.034	737.238
Y7	737.238	88.134	14.411	73.724	722.827
Y8	722.827	88.134	15.852	72.283	706.975
Y9	706.975	88.134	17.437	70.698	689.538
Y10	689.538	88.134	19.181	68.954	670.358
Y11	670.358	88.134	21.099	67.036	649.259
Y12	649.259	88.134	23.209	64.926	626.050
Y13	626.050	88.134	25.529	62.605	600.521
Y14	600.521	88.134	28.082	60.052	572.439
Y15	572.439	88.134	30.891	57.244	541.548
Y16	541.548	88.134	33.980	54.155	507.568
Y17	507.568	88.134	37.378	50.757	470.191
Y18	470.191	88.134	41.115	47.019	429.075
Y19	429.075	88.134	45.227	42.908	383.849
Y20	383.849	88.134	49.750	38.385	334.099
Y21	334.099	88.134	54.725	33.410	279.374
Y22	279.374	88.134	60.197	27.937	219.177
Y23	219.177	88.134	66.217	21.918	152.961
Y24	152.961	88.134	72.838	15.296	80.122
Y25	80.122	88.134	80.122	8.012	-

BILAG 15. - DUPONT MODEL



TABEL 35 - DUPONT MODEL FOR RNOA, PM OG ATO, EGEN TILVIRKNING, KILDE: MOLLS-LINIEN AR 2008/09 TIL 2013/14

BILAG 16. - BETA BEREGNING

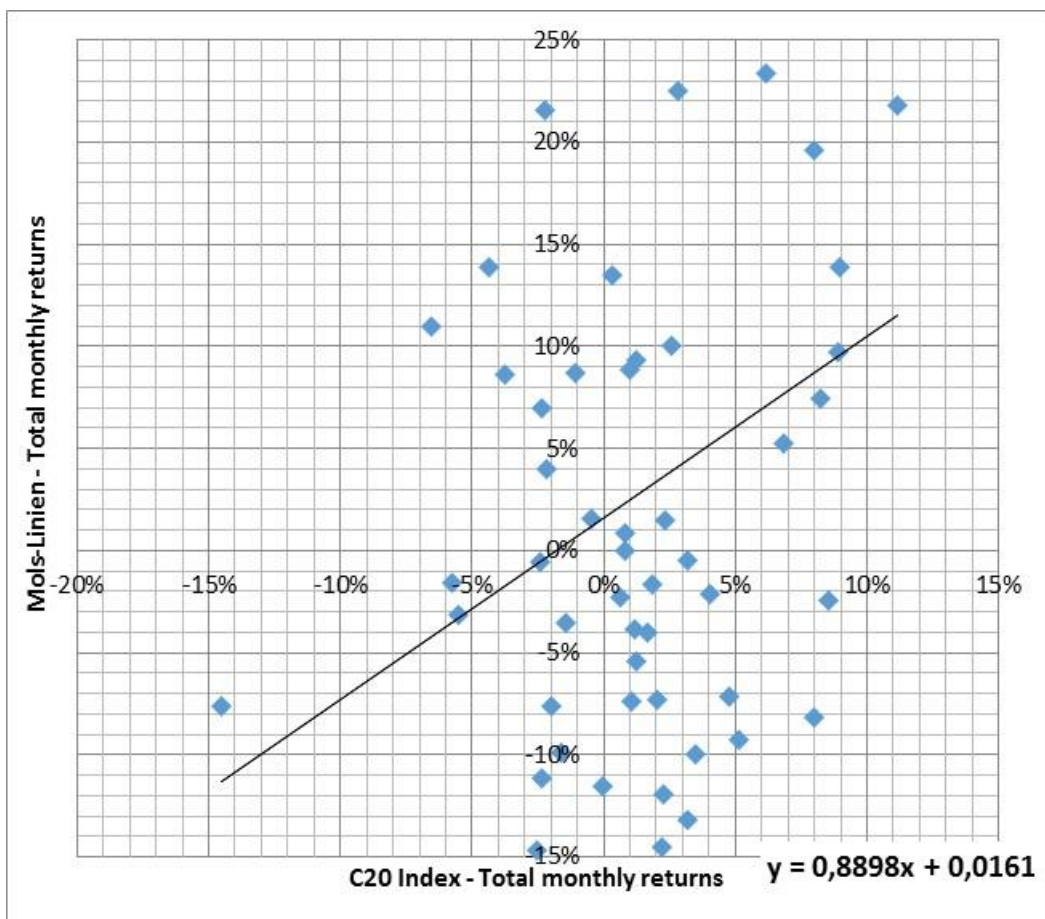
C20

COV(i,M) 0,0019 = COVARIANCE.S(C3:C49;Q3:Q49)

VAR(M) 0,0021 =VAR.S(Q3:Q49)

BETA 0,8898 = Cov/Var

Beregningerne ligger i Beta fanen i excel.



REGRESSION AF BETA, EGEN TILVIRKNING

BILAG 17. - FORECAST

	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	T2022	T2023
Revenue growth	7,4%	6,3%	5,4%	4,1%	4,1%	3,2%	3,2%	2,2%	0,7%
Core gross margin / Revenue	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%	89,0%
EBITDA-margin	21,4%	20,1%	20,4%	18,3%	17,1%	14,1%	15,1%	14,0%	12,8%
NOA/Revenue	131,1%	142,6%	136,0%	136,6%	138,4%	137,0%	137,3%	137,6%	137,3%
Depreciation&amortization / NOA	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Other Core operating income as percentage of revenue	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%
Marginal Taxes	-23,5%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%
Net borrowing cost in %	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
NFO / NOA	90,4%	90,4%	90,4%	90,4%	90,4%	90,4%	90,4%	90,4%	90,4%
Intangible and tangible assets as % of revenue	115,7%	134,4%	141,3%	133,5%	131,2%	135,1%	135,3%	133,8%	133,9%
Net working capital as % of revenue	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%

BILAG 18. - NELSON SIEGEL SVENSSON

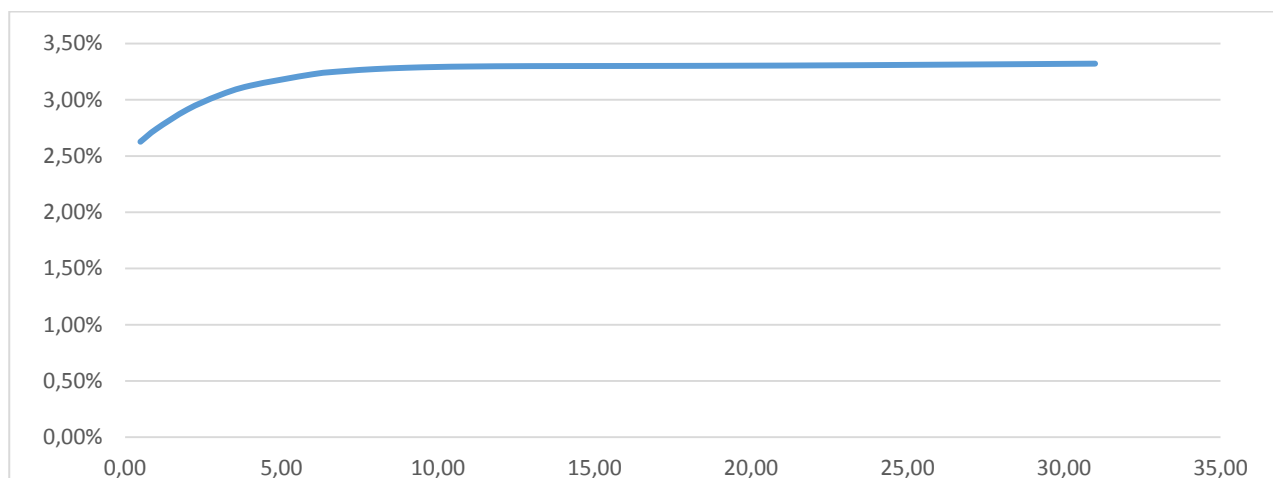
Data er hentet fra Nordea Analytics og der påføres 16 plain vanilla swaps med en løbetid fra ½ - 30 år. Analysen dato er fra den 3. februar 2016. I tilfælde af betalingsdatoen er i en ugyldig dato, vil den blive ændret til den næste tilgængelige dag. Der påføres ren konvention ACT / 365. De forenklinger omfatter ikke ubetydelige afvigelser. Efter data er anvendt til estimering af interesse-swapkurven.

#	Name	rates	Maturity
1	DKK SWAP 0,5Y	0.0280%	29/04/16
2	DKK SWAP 1Y	0,110%	01/11/16
3	DKK SWAP 2Y	0.212%	27/10/17
4	DKK SWAP 3Y	0.329%	27/10/18
5	DKK SWAP 4Y	0.480%	29/10/19
6	DKK SWAP 5Y	0.627%	27/10/21
7	DKK SWAP 6Y	0.772%	27/10/22
8	DKK SWAP 7Y	0.921%	27/10/23
9	DKK SWAP 8Y	1.058%	26/10/24
10	DKK SWAP 9Y	1.178%	29/10/25
11	DKK SWAP 10Y	1.286%	28/10/26
12	DKK SWAP 12Y	1.465%	21/10/28
13	DKK SWAP 15Y	1.648%	24/10/31
14	DKK SWAP 20Y	1.799%	24/10/36
15	DKK SWAP 25Y	1.829%	22/10/41
16	DKK SWAP 30Y	1.833%	22/10/46

Vurderingen af kurvens swap interesse er lavet i Excel, ved at benytte solver funktion. For at gøre dette, anvendes Nelson-Siegel-Svensson-metoden. Ved opsætning af renter og de 6 parametre, som anslås fra kvadrerede afvigelse metoden. Som nævnt, er det den firkantede afvigelse mellem den anslåede pris og pari skal minimeres.

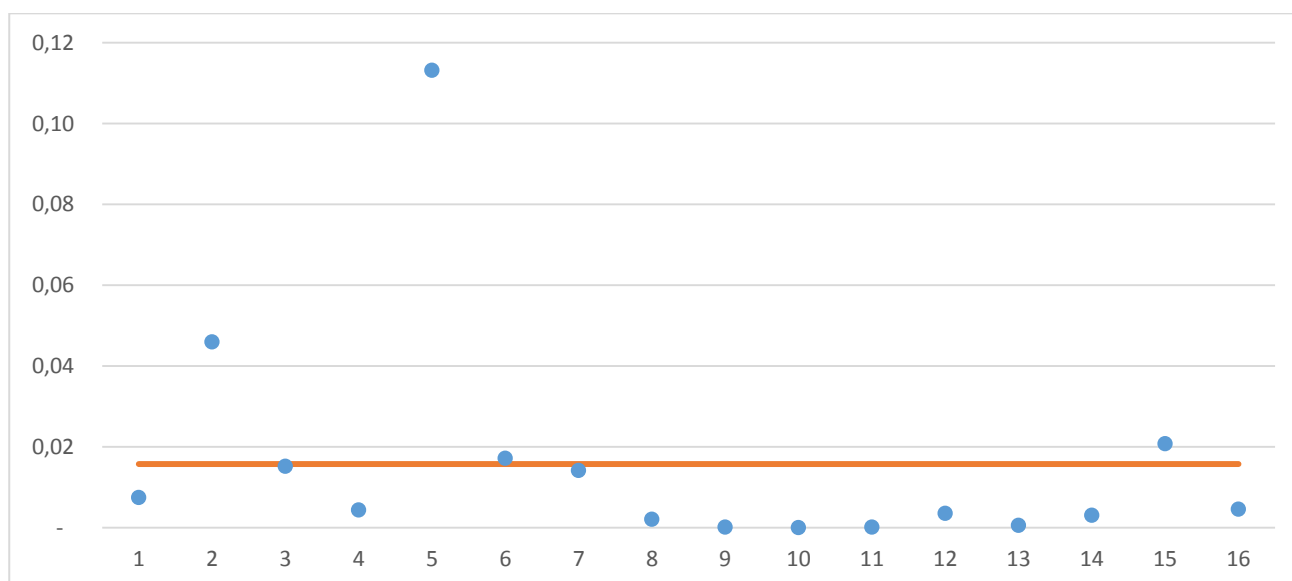
	Φ_1	Φ_2	Φ_3	Φ_4	γ_1	γ_2
Nelson Siegel Svensson	0.01398	-0.0090	-0.0218	0.03284	5.08382	4.000

NUL-KUPON KURVE



Derfor kan nul-kupon, renteswaps, priser, spot, fremtidige priser og VBA-kodning findes på næsteside

STANDARD AFVIGELSER



Afgivelsen har en gennemsnitlig afvigelse på 1,58%, hvilket er signifikant og acceptabel og er forårsaget af den udvidede model (NSS). Afgivelsen er mellem [0,0002% - 11%], parceller, der viser uafhængighed, som indikerer en godkendelse til modellen.

KOPI	FRA	EXCEL	ARK,	TABEL	OVER	NELSON-SIEGEL-SVENSSON											
Maturity	Name	Fastwap-rate	Maturity	Price_M	Accrued	Dirty	Price	Cheap/rich	NSS	Square	Diff.	Price	Spotrate	Forward	Rate	+2%	Is
0,49	DKKSWAP0,5Y	0,028%	29/04/2016	100	100,0	100,00,0		0,2	0,63%	100,03	100,03	99,8	0,39%	0,75%	2,63%		
1,00	DKKSWAP1Y	0,110%	01/11/2016	100	100,0	100,00,0		0,2	0,74%	100,05	100,05	99,8	0,32%	0,95%	2,74%		
1,99	DKKSWAP2Y	0,212%	27/10/2017	100	100,0	100,00,0		0,1	0,91%	100,02	100,02	99,9	0,27%	1,20%	2,91%		
2,99	DKKSWAP3Y	0,329%	27/10/2018	100	100,0	100,00,0		0,1	1,04%	100,00	100,00	100,1	0,31%	1,35%	3,04%		
3,99	DKKSWAP4Y	0,480%	29/10/2019	100	100,0	100,00,0		0,3	1,13%	100,11	100,11	100,3	0,40%	1,41%	3,13%		
5,99	DKKSWAP5Y	0,627%	27/10/2021	100	100,0	100,00,0		0,1	1,23%	100,02	100,02	99,9	0,65%	1,43%	3,23%		
6,99	DKKSWAP6Y	0,772%	27/10/2022	100	100,0	100,00,0		0,1	1,25%	100,01	100,01	99,9	0,80%	1,41%	3,25%		
7,99	DKKSWAP7Y	0,921%	27/10/2023	100	100,0	100,00,0		0,1	1,27%	100,00	100,00	100,0	0,94%	1,39%	3,27%		
8,99	DKKSWAP8Y	1,058%	26/10/2024	100	100,0	100,00,0		0,0	1,28%	100,00	100,00	100,0	1,07%	1,37%	3,28%		
10,00	DKKSWAP9Y	1,178%	29/10/2025	100	100,0	100,00,0		0,0	1,29%	100,00	100,00	100,0	1,20%	1,35%	3,29%		
10,99	DKKSWAP10Y	1,286%	28/10/2026	100	100,0	100,00,0		0,0	1,30%	100,00	100,00	100,0	1,31%	1,33%	3,30%		
12,98	DKKSWAP12Y	1,465%	21/10/2028	100	100,0	100,00,0		0,0	1,30%	100,00	100,00	100,1	1,50%	1,31%	3,30%		
15,99	DKKSWAP15Y	1,648%	24/10/2031	100	100,0	100,00,0		0,0	1,30%	100,00	100,00	100,0	1,70%	1,31%	3,30%		
20,99	DKKSWAP20Y	1,799%	24/10/2036	100	100,0	100,00,0		0,0	1,30%	100,00	100,00	100,1	1,86%	1,33%	3,30%		
25,99	DKKSWAP25Y	1,829%	22/10/2041	100	100,1	100,00,1		0,2	1,31%	100,02	100,02	99,9	1,89%	1,36%	3,31%		
30,99	DKKSWAP30Y	1,833%	22/10/2046	100	100,1	100,00,1		0,0	1,32%	100,00	100,00	100,1	1,87%	1,38%	3,32%		

VBA-KODE RELATERET TIL NELSON-SIEGEL-SVENSSONS

Function cashflow(Settlement As Date, Maturity As Date, Optional btype, Optional fst_rate, Optional ByVal prev_d, Optional ByVal next_d, Optional sub_rates, Optional n_marg, _

Optional cpy, Optional red_price, Optional cal_conv, Optional xd_date, Optional x_red, Optional is_imm, Optional cal_acc_only, Optional drate, _

Optional face_val, Optional fst_red, Optional last_red, Optional b_day_adj, Optional sat_non_bd, Optional sun_non_bd, Optional bus_day_con, _

Optional Adj_pmts, Optional eq_coup, Optional eom_con, Optional f_hol, Optional v_hol, Optional sp)

Application.Volatile (False)

'version 3.6 updated 20.11.97 by SUP

'settlement = DateValue(settlement)

'maturity = DateValue(maturity)

Dim returntype As Integer

If VarType(drate) = 1 Or VarType(drate) = 10 Then

 returntype = 0

 drate = 0

Else: returntype = 1

End If

If VarType(btype) = 1 Or VarType(btype) = 10 Then btype = 0

```

If VarType(cal_conv) = 1 Or VarType(cal_conv) = 10 Then cal_conv = 0

If VarType(face_val) = 1 Or VarType(face_val) = 10 Then face_val = 100

If VarType(fst_rate) = 1 Or VarType(fst_rate) = 10 Then fst_rate = 0

fst_rate = fst_rate 'dirty trick to convert object=>variant!


If btype = 0 Then

    If Settlement >= Maturity Then

        btype = 1

        GoTo not_superstraight

    End If

    mats = superstraight(Settlement, Maturity, fst_rate, face_val)

    If returntype = 1 Then

        key = keyratios(mats, 100, drate, 0, fst_rate, 1, 0, 0)

        cashflow = key

    Else

        cashflow = mats

    End If

    Exit Function

End If

not_superstraight:

If VarType(cpy) = 1 Or VarType(cpy) = 10 Then cpy = 1

If cpy = 0 Then cpy = 1

If VarType(sub_rates) = 1 Or VarType(sub_rates) = 10 Then sub_rates = fst_rate

sub_rates = sub_rates 'dirty trick to convert object=>variant!

If VarType(n_marg) = 1 Or VarType(n_marg) = 10 Then n_marg = 0

If VarType(red_price) = 1 Or VarType(red_price) = 10 Then red_price = 100

If VarType(xd_date) = 1 Or VarType(xd_date) = 10 Then xd_date = 0

If VarType(x_red) = 1 Or VarType(x_red) = 10 Then x_red = 0

If VarType(is_imm) = 1 Or VarType(is_imm) = 10 Then is_imm = False

```

```

If VarType(cal_acc_only) = 1 Or VarType(cal_acc_only) = 10 Then

    If btype = 5 Then cal_acc_only = False Else cal_acc_only = True 'Calendar Convention only relevant for accrued interest

End If

If VarType(xd_date) = 1 Or VarType(xd_date) = 10 Then xd_date = 0

If VarType(b_day_adj) = 1 Or VarType(b_day_adj) = 10 Then b_day_adj = False 'no business day handling

If VarType(sat_non_bd) = 1 Or VarType(sat_non_bd) = 10 Then sat_non_bd = True 'saturday is non-business day

If VarType(sun_non_bd) = 1 Or VarType(sun_non_bd) = 10 Then sun_non_bd = True 'sunday is non-business day

If VarType(f_hol) = 1 Or VarType(f_hol) = 10 Then f_hol = Array(0)

If VarType(v_hol) = 1 Or VarType(v_hol) = 10 Then v_hol = Array(0)

If VarType(bus_day_con) = 1 Or VarType(bus_day_con) = 10 Then bus_day_con = 0

If VarType(Adj_pmts) = 1 Or VarType(Adj_pmts) = 10 Then Adj_pmts = True And b_day_adj

If VarType(eq_coup) = 1 Or VarType(eq_coup) = 10 Then eq_coup = False

If VarType(eom_con) = 1 Or VarType(eom_con) = 10 Then eom_con = "same"

If VarType(prev_d) = 1 Or VarType(prev_d) = 10 Then pcd = 0 Else pcd = prev_d

If VarType(next_d) = 1 Or VarType(next_d) = 10 Then next_d = 0 'used to handle long first coupon period

If next_d > 0 And next_d <= Settlement Then

    next_d = 0

    pcd = 0

End If

If pcd >= Settlement Then pcd = 0

If next_d = 0 Then next_d = next_pay_date(Settlement, Maturity, cpy, is_imm, end_of_m, eom_con, cal_conv)

If pcd = 0 Then pcd = previous_pay_date(Settlement, Maturity, cpy, is_imm, end_of_m, eom_con, cal_conv)

ncols = 3

If Adj_pmts Then

    bunadjusted = 0

    bxact = 1

Else

    bunadjusted = 1

    bxact = 0

```

```

End If

Dim cal_con As Integer

accrued_type = Int(cal_conv / 10)

cal_con = Int(10 * (cal_conv / 10 - accrued_type))

maturity_date = Maturity

end_of_m = iseom(maturity_date, cal_con)

If is_imm Then maturity_date = addmonth(maturity_date, 0, is_imm, end_of_m, eom_con, cal_con)

If is_imm Then pcd = addmonth(pcd, 0, is_imm, end_of_m, eom_con, cal_con)

If VarType(sp) = 1 Or VarType(sp) = 10 Then sp = cpy

theoretical_first = next_pay_date(Settlement, maturity_date, cpy, is_imm, end_of_m, eom_con, cal_con)

theoretical_first_sp = next_pay_date(Settlement, maturity_date, sp, is_imm, end_of_m, eom_con, cal_con)

If theoretical_first = theoretical_first_sp And sp > cpy Then x = 1 Else x = 0

n = (((Year(maturity_date) - Year(next_d)) + (Month(maturity_date) - Month(next_d)) / 12))

n = sp / cpy + sp * (((Year(maturity_date) - Year(next_d)) + (Month(maturity_date) - Month(next_d)) / 12)) - x

If Int(n) < n Then n = Int(n) + 1

ReDim mat(1 To n + 1, 1 To ncols)

mat(1, 1) = Settlement

If maturity_date <= Settlement Or maturity_date < next_d Then

    ReDim mat(1 To 1, 1 To ncols)

    mat(1, 1) = 0

    GoTo endcf ' exit if bond has matured

```

```

Function PriceNSS(Settlement As Date, Maturity As Date, CouponRate As Double, Extended As Boolean, Parameters)

Dim mat, i As Integer, PresentValue As Double, df As Double, T As Double

Dim B0 As Double, B1 As Double, B2 As Double, B3 As Double, Tau1 As Double, Tau2 As Double, SpotRate As Double

Dim Parms

Parms = Parameters

```

```
mat = cashflow(Settlement, Maturity, 1, CouponRate)
```

```
PresentValue = 0
```

```
For i = 2 To UBound(mat)
```

```
    T = (mat(i, 1) - mat(1, 1)) / 365
```

```
    SpotRate = SpotRateNS(T, Extended, Parms)
```

```
    df = Exp(-SpotRate * T)
```

```
    PresentValue = PresentValue + (mat(i, 2) + mat(i, 3)) * df
```

```
Next i
```

```
ModelPriceNSS = PresentValue
```

```
End Function
```

```
Function SpotRateNS(Maturity As Double, Extended As Boolean, Parameters)
```

```
    Dim i As Integer, Parms
```

```
    Dim f0 As Double, f1 As Double, f2 As Double, f3 As Double, f4 As Double, T As Double
```

```
    Parms = Parameters
```

```
    f0 = Parms(1, 1)
```

```
    f1 = Parms(2, 1)
```

```
    f2 = Parms(3, 1)
```

```
    f3 = Parms(4, 1)
```

```
    f4 = Parms(5, 1)
```

```
    If Extended Then
```

```
        T = Maturity / f4
```

```
        SpotRateNS = f0 + f1 * Exp(-T) + f2 * T * Exp(-T) + f3 * ((1 - Exp(-T)) / T - Exp(-T) - T / 2 * Exp(-T))
```

```
    Else
```

```
        T = Maturity / f3
```

```
        SpotRateNS = f0 + f1 * (1 - Exp(-T)) / T + f2 * Exp(-T)
```

```
    End If
```

End Function

Function ForwardRateNS(Maturity As Double, Extended As Boolean, Parameters)

Dim i As Integer, Parms

Dim B0 As Double, B1 As Double, B2 As Double, B3 As Double, Tau1 As Double, Tau2 As Double

Dim t1 As Double, t2 As Double

Parms = Parameters

B0 = Parms(1, 1)

B1 = Parms(2, 1)

B2 = Parms(3, 1)

B3 = Parms(4, 1)

Tau1 = Parms(5, 1)

Tau2 = Parms(6, 1)

t1 = Maturity / Tau1

t2 = Maturity / Tau2

'Nelson-Siegel

ForwardRateNS = B0 + B1 * Exp(-t1) + B2 * t1 * Exp(-t1)

'Extended N-S (NSS)

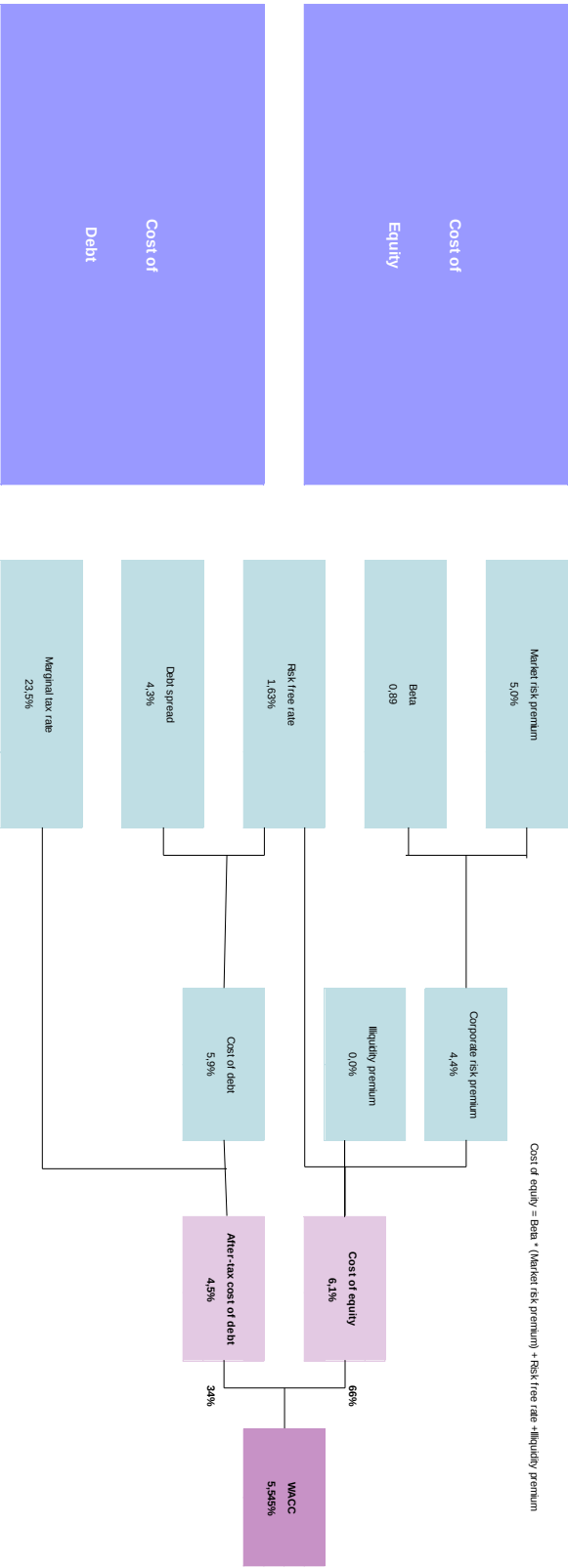
If Extended Then

ForwardRateNSS = InstFwdRateNS + B3 * t2 * Exp(-t2)

End If

End Function

BILAG 19. - WACC



BILAG 20. - LÅNSTRUKTUR

	Pro forma	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Omsetning	657.194,32	698.363,60	736.420,64	766.566,28	797.945,94	823.826,65	850.165,14	869.073,04	
% vækst		6,26%	5,45%	4,09%	4,09%	3,24%	3,20%	2,22%	
EBITDA	72.291,38	76.820,00	81.006,27	84.322,29	87.774,05	98.859,20	93.518,17	104.288,76	
% margin	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,11	0,12	
Free cash flow									
Core OI	97.520	113.361	121.317	123.694	127.660	139.923	137.784	147.003	
Afskrivninger	50.031	63.142	68.864	68.363	69.755	74.192	76.588	77.491	
Δ Net working	2.311	- 2.440	- 2.256	- 1.787	- 1.860	- 1.534	- 1.561	- 1.121	
Net invester -	24.086	- 242.041	- 170.520	- 51.151	- 93.486	- 140.236	- 113.605	- 90.001	
Free cash flo	121.154	- 67.979	17.405	139.118	102.069	72.345	99.205	133.373	
Capitalization									
Term Loan A		173.769,00	173.769,00	75.168,43	-	-	-	-	
Term Loan B		800.000,00	800.000,00	800.000,00	773.099,43	700.754,74	601.549,25	468.176,39	
Lån til skib		973.769,00	973.769,00	875.168,43	773.099,43	700.754,74	601.549,25	468.176,39	
Total sikret gæld									
Mezzaine gæld		57.923,00	40.517,74	-	-	-	-	-	
Total usikret gæld		57.923,00	40.517,74	-	-	-	-	-	
Anden gæld		782.471	782.471	782.471	782.471	782.471	782.471	782.471	
Shareholders equity	121.587	121587,3996	121587,3996	148.488	220.833	320.038	453.411		
Debt repaid	0,00%	7,51%	67,56%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	

BILAG 21. - DET FRIE CASH FLOW

Free cash flow	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Core OI	97.520	113.361	121.317	123.694	127.660	139.923	137.784	147.003
Afskrivninger	50.031	63.142	68.864	68.363	69.755	74.192	76.588	77.491
Δ Net working capital	2.311	2.440	2.256	1.787	1.860	1.534	1.561	1.121
Net investments (non-current assets)	-	24.086	170.520	51.151	93.486	140.236	113.605	90.001
Nye rente betalinger på gæld	-	7.947	6.439	4.501	-	-	-	-
Free cash flow	121.154	75.926	23.844	143.619	102.069	72.345	99.205	133.373

