



KONCERNÅRSRAPPORT 2014

INDHOLD

LEDELSENS BERETNING

2014-15 Overblik	3
Hovedpunkter 2014-15	4
Hoved- og nøgletal for koncernen	5
Forventninger til 2015	6
Strategisk opdatering	10
Finansielle forhold	12
Flådens udvikling	14
Flådens værdier	16
Tørlast	18
Tank	26
Brændstofeffektivitet	33
Organisation	34
Ledelsesforhold	36
Bestyrelsen	38
Ledelsen	39
Senior Management	41
Aktionærforhold	42
Samfundsansvar	44
Regnskabsberetning	46

PÅTEGNINGER	49
--------------------	----

KONCERNREGNSKAB

Resultatopgørelse	51
Opgørelse af totalindkomst	51
Opgørelse af den finansielle stilling	52
Opgørelse af pengestrømme	54
Egenkapitalopgørelse	55
Noteoversigt	56
Noter	57
Væsentlig anvendt regnskabspraksis	57
Styring af risici	59

FORKLARING AF HOVED- OG NØGLETAL	94
---	----

FAGUDTRYK OG FORKORTELSER	95
--------------------------------------	----

Tørlast



Capesize

Antal skibe i alt	4
Egne skibe	3
Indbefragtede skibe med købsoption	1
Andre indbefragtede skibe	0
Længde	290 meter
Bredde	45 meter
Lastkapacitet (dødvægt)	170.000-180.000 tons
Operationsområder	Hele verden
Laster	Jernmalm og kul
Kunder	Stålværker, mineselskaber og kraftværker
Gennemsnitsalder (egne og indbefragt. med købsopt.)	10,3 år
Total antal Capesize-skibe i verdensflåden	1.413
Gennemsnitsalder på Capesize i verdensflåden	6,3 år



Panamax

Antal skibe i alt	77
Egne skibe	3
Indbefragtede skibe med købsoption	16,5
Andre indbefragtede skibe	57,5
Længde	215-230 meter
Bredde	32 meter
Lastkapacitet (dødvægt)	70.000-85.000 tons
Operationsområder	Hele verden
Laster	Jernmalm, kul, korn, bauxit, cement og slagger
Kunder	Stålværker, mineselskaber, kraftværker, cementproducenter, kornhandlere og handelshuse
Gennemsnitsalder (egne og indbefragt. med købsopt.)	4,5 år
Total antal Panamax-skibe i verdensflåden	2.149
Gennemsnitsalder på Panamax i verdensflåden	8,1 år



Handysize

Antal skibe i alt	37,2
Egne skibe	12
Indbefragtede skibe med købsoption	11
Andre indbefragtede skibe	14,2
Længde	170-190 meter
Bredde	27-30 meter
Lastkapacitet (dødvægt)	28.000-38.000 tons
Operationsområder	Hele verden
Laster	Jernmalm, kul, korn, stål, cement, sukker og gødning
Kunder	Stålværker, mineselskaber, energiselskaber, kornhandlere, handelshuse, cementproducenter, sukkerproducenter og gødningsproducenter
Gennemsnitsalder (egne og indbefragt. med købsopt.)	3,4 år
Total antal Handysize-skibe i verdensflåden	3.120
Gennemsnitsalder på Handysize i verdensflåden	11,2 år

Tank



MR

Antal skibe i alt	27
Egne skibe	8
Indbefragtede skibe med købsoption	7
Andre indbefragtede skibe	12
Længde	180-185 meter
Bredde	32 meter
Lastkapacitet (dødvægt)	45.000-50.000 tons
Operationsområder	Hele verden
Laster	Raffinerede olieprodukter som fuelolie, gasolie, benzin, nafta og flybrændstof
Kunder	Store olieselskaber og oliehandlere
Gennemsnitsalder (egne og indbefragt. med købsopt.)	4,1 år
Total antal MR-skibe i verdensflåden	1.128
Gennemsnitsalder på MR i verdensflåden	9 år



Post-Panamax

Antal skibe i alt	8
Egne skibe	4
Indbefragtede skibe med købsoption	4
Andre indbefragtede skibe	0
Længde	240-250 meter
Bredde	43 meter
Lastkapacitet (dødvægt)	110.000-120.000 tons
Operationsområder	Hele verden
Laster	Jernmalm og kul
Kunder	Stålværker, mineselskaber og kraftværker
Gennemsnitsalder (egne og indbefragt. med købsopt.)	3,9 år
Total antal Post-Panamax-skibe i verdensflåden	521
Gennemsnitsalder på Post-Panamax i verdensflåden	6,5 år

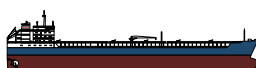


Supramax

Antal skibe i alt	70,3
Egne skibe	4
Indbefragtede skibe med købsoption	17
Andre indbefragtede skibe	49,3
Længde	190-200 meter
Bredde	32 meter
Lastkapacitet (dødvægt)	50.000-62.000 tons
Operationsområder	Hele verden
Laster	Jernmalm, kul, korn, cement, sukker og gødning
Kunder	Stålværker, mineselskaber, energiselskaber, kornhandlere, handelshuse, cementproducenter, sukkerproducenter og gødningsproducenter
Gennemsnitsalder (egne og indbefragt. med købsopt.)	5 år
Total antal Supramax-skibe i verdensflåden	3.113
Gennemsnitsalder på Supramax i verdensflåden	8,1 år

Noter:

- Listen over NORDENS flåde er opgjort pr. 31. december 2014
- Verdensflådedata/Tørlast: Clarksons – pr. 31. december 2014
- Verdensflådedata/Tank: SSSY – pr. 31. december 2014



Handysize

Antal skibe i alt	19
Egne skibe	12
Indbefragtede skibe med købsoption	0
Andre indbefragtede skibe	7
Længde	175-185 meter
Bredde	27-31 meter
Lastkapacitet (dødvægt)	37.000-40.000 tons
Operationsområder	Hele verden
Laster	Raffinerede olieprodukter som fuelolie, gasolie, benzin, nafta og flybrændstof
Kunder	Store olieselskaber og oliehandlere
Gennemsnitsalder (egne og indbefragt. med købsopt.)	6,3 år
Total antal Handysize-skibe i verdensflåden	529
Gennemsnitsalder på Handysize i verdensflåden	12 år

NORDEN

978 ANSATTE

673 søfolk på egne skibe,
305 på kontorer

EN AF VERDENS STØRSTE OPERATØRER

inden for Supramax- og Panamax-
skibstyperne. Herudover aktiviteter i
Handysize, Post-Panamax og Capesize

KONTORER I HELE VERDEN

Danmark, Singapore, Kina, Indien, USA, Brasilien
og Australien og havnekaptajner i større havne
sikrer tæt kontakt til kunder



- Stiftet og børsnoteret i 1871
- Globale aktiviteter inden for
 - Tørlast – transport af råvarer som kul, korn, jernmalm m.v.
 - Produkttank – transport af raffinerede olieprodukter
- Fleksibel forretningsmodel med ejede og indbefragtede skibe
- Ejer 50% af Norient Product Pool, NPP, en af verdens største operatører af produkttankskibe
- Aktien noteret på NASDAQ OMX København A/S
- 16.226 navnenoterede aktionærer

MISSION

Our business is global tramp shipping. We seek excellence through a dedicated team effort from competent and motivated people.

With ambition, reliability, flexibility and empathy, we

- Focus on customers who benefit from our constant commitment to being an independent long-term partner.
- Continue our long history of building valued relationships with shipowners and shipyards.

We will maintain a large modern fleet of owned and chartered tonnage, and – in a volatile market – we manage risks to constantly be able to develop our business and create shareholder value.

VISION

The preferred partner in global tramp shipping.

Unique people.

Open minded team spirit.

Number one.

VALUES

Flexibility – Adapt and find better solutions.

Reliability – Honest, good intentions and no cheating.

Empathy – Respect diversity in people and opinions.

Ambition – Think ambition into every activity.

KONCERNÅRSRAPPORT

For at gøre denne rapport mere overskuelig og brugervenlig offentliggør NORDEN en koncernårsrapport, som ikke indeholder årsregnskabet for moderselskabet, Dampskibsselskabet NORDEN A/S. I henhold til årsregnskabslovens §149 er denne koncernårsrapport derfor et uddrag af Selskabets fuldstændige årsrapport.

2014-15 OVERBLIK

RESULTAT I 2014

ÅRETS RESULTAT

USD mio. **-416**

HERAF HENSÆTTELSE TIL
TABSGIVENDE KONTRAKTER

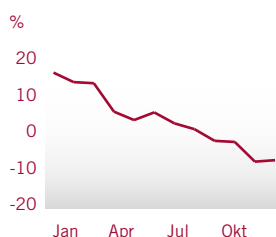
USD mio. **-230**

KONCERN EBITDA
ekskl. hensættelse

USD mio. **-31**

UNDERDREJET TØRLASTMARKED

Kinas import bremsede kraftigt op... og trak raterne ned

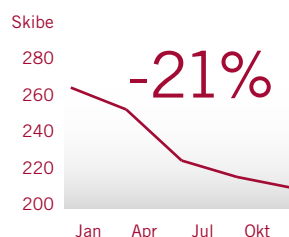


Vækst i Kinas import
3 mdr. rullende gennemsnit

-35%

UDVIKLING I
1-ÅRIG T/C-RATE
FOR PANAMAX 2014

NORDEN tilpassede Tørlastflåden



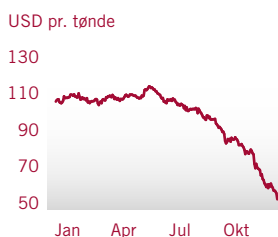
TØRLAST EBITDA
ekskl. hensættelse

USD mio. **-64**

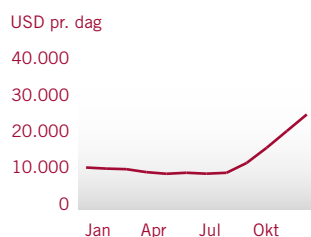


TANKMARKED PRÆGET AF STÆRK AFSLUTNING

Oljeprisens fald ...

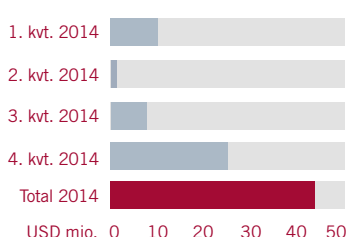


... medførte stigende rater i tank



— Gennemsnitlig MR-indtjening

hvilket bidrog til et positivt resultat



TANK EBITDA

USD mio. **44**



NORDEN

TØRLAST
+2%

Indsejling
vs. 1-årig T/C

TANK
+6%

Indsejling
vs. 1-årig T/C

LIKVIDER OG
VÆRDIPAPIRER

USD mio. **238**

UUDNYTTEDE
KREDIT-
FACILITETER

USD mio. **418**

HOVEDPUNKTER 2014-15

2014 – nedtur i tørlastmarkedet

NORDENs resultater i 2014 blev kraftigt påvirket af en voldsom nedtur i tørlastmarkedet. Stik imod forventningen om en gradvis bedring blev tørlastmarkedet kraftigt forværret i 2014. Tankmarkedet var lavere end forventet i de første 3 kvartaler, men bød dog på en stærk afslutning på året.

Driftsresultatet før afskrivninger m.v. (EBITDA) endte på USD -261 mio., hvilket var på linje med de senest udmeldte forventninger og markant påvirket af hensættelsen på USD 230 mio. på tabsgivende timecharter-kontrakter, der blev foretaget i slutningen af 2014. Den underliggende drift viste således et EBITDA på USD -31 mio. Årets resultat, der også var negativt påvirket af værdireguleringer på sikringsinstrumenter, blev USD -416 mio. Resultatet er ikke tilfredsstillende.

Tørlastafdelingens EBITDA udgjorde USD -294 mio. Indsejlingen i Tørlast lå 2% over de 1-årige T/C-rater og 35% over spotmarkedet. Tankafdelingen genererede et EBITDA på USD 44 mio. og formåede at slå de 1-årige T/C-rater med 6%.

4. kvartal – markant fald i tørlast, stærk afslutning i tank

Den skuffende markedsudvikling i tørlast fortsatte med uformindsket styrke ind i 4. kvartal, der normalt er årets stærkeste kvartal. Efter en kort forbedring i november faldt raterne markant i december, og Tørlastafdelingens EBITDA for 4. kvartal endte på USD -257 mio.

Rederiet foretog på baggrund af en opdateret markedsanalyse en hensættelse på USD 230 mio. vedrørende en række timecharter-kontrakter på indbefragtede tørlastskibe. Den opdaterede markedsanalyse viste, at det ikke længere var sandsynligt, at disse kontrakter, der primært blev indgået i 2006-11, ville blive profitable, da tørlastmarkedet inden for de næste par år ikke forventes at forbedre sig i samme grad som tidligere antaget.

I tankmarkedet steg raterne markant i 4. kvartal og forblev høje året ud. NORDENs Tankafdeling var godt positioneret til at drage fordel af de stigende rater og genererede et EBITDA på USD 25 mio.

Tiltag

Rederiet har på baggrund af de stadig mere udfordrende markeder i tørlast iværksat en række tiltag. NORDEN har:

- reduceret antallet af indbefragtede tørlastskibe med 21%.
- sat investeringsprogrammet på hold.
- solgt 4 skibe i 2014 og 1 i 2015 med et samlet provenu i 2014 og 2015 på USD 112 mio.
- forbedret arbejdskapitalen med USD 34 mio.
- øget afdækningen i Tørlast for 2015 markant til 55%.
- opnået nye kreditfaciliteter på USD 221 mio.
- iværksat omkostningseffektiviseringer med mål om årlig besparelse på USD 20 mio. inden for 3 år.
- reorganiseret Tørlastafdelingen for at forbedre NORDENs fleksibilitet og position i markedet.
- iværksat yderligere brændstofbesparende tiltag i kerneflåden med henblik på 3% reduktion i 2015.
- opnået hyrebesparelse på USD 10,5 mio. på 9 indbefragtede skibe.

Se endvidere side 10.

Bestyrelsen foreslår, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

Forventninger til 2015

I Tørlast vurderes det, at markedet vil forsætte på de lave niveauer fra 2014. 2015 er begyndt med fortsatte ratefald, og Baltic Dry Index ramte i februar det laveste niveau i indeksets historie. Hertil kommer et fortsat pres på skibspriserne. Efter et intenst fokus i slutningen af 2014 på at øge afdækningen gik Tørlastafdelingen ind i 2015 med en afdækning på 55% af de i alt 35.644 skibsdage i bogen.

Tankmarkedet forventes samlet set at blive på niveau med 2014. De høje rater fra slutningen af 2014 er fortsat ind i de første måneder af 2015. Raterne forventes dog at sætte sig i takt med vækst i nybygningsleverancerne. Tankafdelingen havde ved årsskiftet afdækket 18% af 15.474 skibsdage.

NORDEN guider fremover på EBIT-niveau og forventer et EBIT på USD -40 til 40 mio. for 2015.

Hovedtal for kvartalerne

USD mio.	4. kvrt. 2013	1. kvrt. 2014	2. kvrt. 2014	3. kvrt. 2014	4. kvrt. 2014	I alt 2014
Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA) (ekskl. hensættelse)	-7,7	-7,7	-7,4	-10,8	-5,4	-31,3
Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	-7,7	-7,7	-7,4	-10,8	-235,6	-261,5
Af- og nedskrivninger	-20,6	-15,4	-16,0	-18,8	-18,0	-68,2
Resultat af primær drift (EBIT)	-28,0	-22,6	-27,2	-27,6	-258,1	-335,5
Periodens resultat	-14,7	-26,5	-41,7	-45,5	-301,9	-415,6
Pengestrømme fra driftsaktiviteter	-47,9	2,7	-28,9	9,5	-29,3	-46,0

HOVED- OG NØGLETAL FOR KONCERNEN

Beløb i USD mio.	2014	2013	2012	2011	2010
RESULTATOPGØRELSEN					
Omsætning	2.038,1	2.145,9	2.131,4	2.272,8	2.189,6
Omkostninger	-2.299,6	-2.121,6	-1.983,5	-2.086,4	-1.950,0
Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA) (ekskl. hensættelse)	-31,3	24,3	147,9	186,4	239,6
Hensættelse	-230,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	-261,5	24,3	147,9	186,4	239,6
Salgsavancer skibe m.v.	0,0	2,5	-23,9	-0,2	28,1
Af- og nedskrivninger	-68,2	-79,0	-388,5	-81,2	-49,5
Resultat af primær drift (EBIT)	-335,5	-51,3	-265,4	104,5	222,5
Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	-61,9	10,6	-10,1	-14,9	30,8
Finans, netto	-15,2	-2,5	1,7	3,7	-2,5
Resultat før skat	-412,5	-43,2	-273,9	93,3	250,8
Årets resultat	-415,6	-47,7	-278,8	87,8	244,8
Årets resultat for aktionærerne i NORDEN	-415,6	-47,7	-278,8	87,8	244,8
OPGØRELSE AF DEN FINANSIELLE STILLING					
Langfristede aktiver	1.221,0	1.215,2	1.149,8	1.634,4	1.373,1
Aktiver i alt	1.778,0	2.061,2	2.033,4	2.350,3	2.250,5
Egenkapital (inklusive minoritetsinteresser)	1.139,3	1.604,8	1.687,2	1.994,4	1.998,1
Forpligtelser	638,7	456,4	346,2	355,8	252,4
Investeret kapital	1.131,6	1.377,0	1.314,2	1.752,3	1.443,8
Netto rentebærende aktiver	7,7	227,8	373,0	242,1	554,3
Likvider og værdipapirer	238,3	486,1	528,6	407,2	612,7
PENGESTRØMME					
Fra driftsaktiviteter	-46,0	-8,9	122,1	120,1	298,4
Fra investeringsaktiviteter	66,2	-61,9	7,0	-355,2	-380,1
– heraf investering i materielle anlægsaktiver	-110,4	-139,4	-165,8	-357,7	-565,7
Fra finansieringsaktiviteter	-79,4	62,5	-37,9	18,4	-65,5
Årets likviditetsændring	-59,2	-8,3	91,2	-216,7	-147,2
KURS- OG REGNSKABSRELATEREDE NØGLETAL					
Aktierelaterede hoved- og nøgletal:					
Antal aktier á DKK 1 (ekskl. egne aktier)	40.460.055	40.770.988	41.277.839	41.213.922	42.075.180
Indtjening pr. aktie (EPS) (DKK)	-10,3 (-58)	-1,2 (-7)	-6,8 (-39)	2,1 (11)	5,8 (33)
Udvandet indtjening pr. aktie (udvandet EPS) (DKK)	-10,3 (-58)	-1,2 (-7)	-6,8 (-39)	2,1 (11)	5,8 (33)
Udbytte pr. aktie, DKK	0	5	3	4	8
Indre værdi pr. aktie (DKK)	28,2 (172)	39,4 (213)	40,9 (231)	48,4 (278)	47,5 (267)
Aktiekurs ultimo, DKK	131,4	285,0	163,1	134,5	202,5
Kurs/indre værdi	0,8	1,3	0,7	0,5	0,8
Øvrige hoved- og nøgletal:					
EBITDA-ratio	-12,8%	1,1%	6,9%	8,2%	10,9%
ROIC	-26,7%	-3,8%	2,3%	6,5%	17,3%
ROE	-30,3%	-2,9%	-15,1%	4,4%	12,9%
Payout-ratio (ekskl. egne aktier) ¹⁾	neg.	neg.	neg.	35,0%	24,4%
Soliditet	64,1%	77,9%	83,0%	84,9%	88,8%
Samlet antal skibsdage for koncernen	83.866	90.069	84.028	78.526	66.044
USD-kurs, ultimo	612,14	541,27	565,91	574,56	561,33
USD-kurs, gennemsnit	561,90	561,60	579,72	536,22	562,57

De anførte nøgletal er beregnet i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings "Anbefalinger & Nøgletal 2010". Dog er "Salgsavancer skibe m.v." ikke medtaget i EBITDA. Der henvises til definitioner under afsnittet "Forklaring af hoved- og nøgletal". Der er korrigeret for Selskabets beholdning af egne aktier.

1) Payout-ratio er beregnet på baggrund af det foreslåede udbytte for året inkl. ekstraordinært udbytte udbetalt i året.

FORVENTNINGER TIL 2015

- BEDRE DRIFTSRESULTAT END 2014
- FORTSAT SÆRDELES UDFORDRENDE TØRLASTMARKED
- TANKMARKED PÅ NIVEAU MED 2014
- NORDEN GUIDER FREMOVER PÅ EBIT-NIVEAU

På baggrund af de svage markedsudsigter i tørlast forventer NORDEN i 2015 et fortsat utilfredsstillende primært driftsresultat (EBIT), der dog forventes at blive væsentligt bedre end 2014. Forbedringen baserer sig primært på lavere omkostninger til charterhyre i Tørlast bl.a. som følge af den hensættelse til tabsgivende kontrakter, som Rederiet foretog i slutningen af 2014, men vækst i antallet af egne skibe i Tank forventes også bidrage positivt.

EBIT ventes samlet at blive USD -40 til 40 mio. (USD -335 mio. i 2014). Ved indgangen til 2015 er der i både Tørlast og Tank et forholdsvis højt niveau af åbne skibsdage, og de realiserede resultater vil derfor i høj grad afhænge af markedsudviklingen.

I Tørlast vurderes det, at markedet vil fortsætte på de lave niveauer fra 2014, og starten på året har været særdeles udfordrende. Fokus vil være på at maksimere værdiskabelsen gennem den daglige drift og at udnytte de markedsudsving, der må forventes at komme i løbet af året.

Tankmarkedet forventes samlet set at blive på niveau med 2014.

Køb og salg af skibe er fortsat en integreret del af NORDENS forretning, og NORDEN forventer i højere grad end i 2013/14 at

foretage køb og salg med afsæt i pris, timing, kapacitetsbehov og muligheder for at optimere flåden.

Årets afskrivninger forventes som konsekvens af den større egenflåde at stige til USD 70-80 mio. mod USD 68 mio. i 2014. Den stadig stigende betydning af afskrivninger på egne skibe medfører, at NORDEN fremover guider på EBIT-niveau, der indeholder denne post på regnskabet og dermed giver et mere retvisende billede af Selskabets resultater.

Cashflow-effekten fra kendte investeringer (CAPEX) ventes netto at beløbe sig til USD 80-120 mio., hvilket i al væsentlighed består af kendte investeringer i nybygninger samt provenu fra kendte skibssalg.

Den økonomiske udvikling

Ligesom i de foregående år nedjusterede IMF løbende sine forventninger til den globale vækst i 2014, som endte på 3,3% for året. I seneste prognose fra januar er forventningen til 2015 en vækst på 3,5%, altså en svag forbedring i forhold til udviklingen i 2014. Det forventes, at den højere økonomiske vækst især vil blive drevet af den nuværende lave oliepris, der blev mere end halveret i 2. halvår af 2014.

Den generelle forbedring i verdensøkonomien ventes kun at få begrænset positiv effekt på NORDENS forretning, idet der for vækstmarkederne forventes en mindre stigning end tidligere på 4,3% i forhold til 4,4% i 2014. Kina, der i de senere år har spillet en central rolle i at bevare momentum i handel gennem bl.a. import af jernmalm og kul, forventes at få et fald i BNP-væksten på 0,6 procentpoint til 6,8% for 2015.

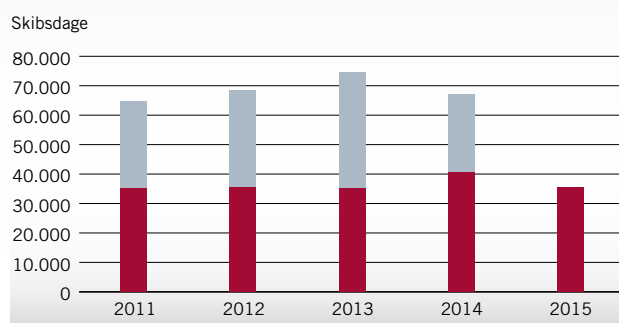
For de markedspecifikke udsigter henvises til afsnittene om Tørlast side 18-25 og Tank side 26-32.

Forventninger til 2015

USD mio.	Tørlast	Tank	Koncern
EBIT	-40 til 20	5-45	-40 til 40
EBITDA	0-60	40-80	40-120
Salgsavancer skibe m.v.			0
CAPEX			80-120

Udviklingen i Tørlastafdelingens kapacitet

- Kendt kapacitet, primo året
- Kapacitetsudvikling i årets løb



DEN STADIG STIGENDE BETYDNING AF AFSKRIVNINGER PÅ EGNE SKIBE MEDFØRER, AT NORDEN FREMMER GUIDER PÅ EBIT-NIVEAU.

Forventninger til Tørlast

NORDENs Tørlastafdeling havde ved årets start afdækket 55% af sine 35.644 skibsdage, og dermed var der 16.008 åbne dage i 2015. De afdækkede dage har en gennemsnitlig T/C-indtjening på USD 11.462 pr. dag, hvilket er væsentligt over forwardraterne medio februar. Kapacitet og afdækning vil blive tilpasset markedsforholdene, som året skrider frem. Medio februar var afdækningen for resten af året 64%.

Selv om der vil være udsving undervejs gennem året forventes tørlastmarkedet ikke at forbedres i 2015 i forhold til 2014 på grund af fortsat lav vækst i efterspørgslen. Tørlastafdelingen forventes at generere et primært driftsresultat (EBIT) på USD -40 til 20 mio. Estimatet er baseret på de kapacitets- og afdækningstal, som var til rådighed i midten af februar 2015. Grundet de vanskelige markedsforhold indeholder forventningerne kun en beskedent operatørprofit.

Forventningerne er baseret på ledelsens skøn over fragtrater for 2015. En ændring på USD 1.000 i fragtraterne over året, vil påvirke Tørlastafdelingens primære driftsresultat (EBIT) med USD 12 mio. De vanskelige markedsforhold øger risikoen for tab på modparter. Sådanne tab er ikke indeholdt i forventningerne.

Forventninger til Tank

NORDEN forventer, at produkttankmarkedet i 2015 vil være på niveau med 2014. Den stigende vækst i verdensflåden ventes at blive absorberet af en fornuftig strukturel vækst i efterspørgslen. Desuden vil den lavere oliepris være positiv for den søbårne oliehandel, ligesom et stærkt marked for råolieskibe kan have positiv afsmittning på produkttank.

NORDENs Tankafdeling har fortsat en høj eksponering mod spotmarkedet. Spoteksponeringen vil dog løbende blive tilpasset markedsforholdene, som året skrider frem. Tankafdelingen havde ved årets start afdækket 18% af sine 15.474 skibsdage. Disse var afdækket til en gennemsnitlig T/C-indtjening på USD 16.883 pr. dag. Medio februar var afdækningen for resten af året 20%.

Tankafdelingen forventes i 2015 at generere et primært driftsresultat (EBIT) på USD 5-45 mio. Estimatet er baseret på de kapacitet- og afdækningstal, der er til rådighed i midten af februar 2015, og at åbne skibsdage kan beskæftiges til gennemsnitsrater på niveau med eller lidt over den 1-årige T/C-rate i midten af februar. Det vil sige brutto USD 14.500 pr. dag i MR og USD 13.500 pr. dag i Handysize.

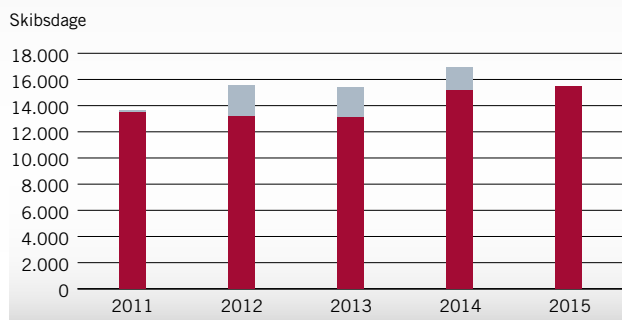
En ændring på USD 1.000 i fragtraterne over året vil påvirke Tankafdelingens primære driftsresultat (EBIT) med USD 10 mio.

Begivenheder efter rapporteringsdatoen

Der er ikke fra rapporteringsdatoen og frem til offentliggørelsen af denne årsrapport indtruffet væsentlige begivenheder, som ikke allerede er indarbejdet og tilstrækkelig oplyst i årsrapporten, og som i væsentlig grad påvirker bedømmelsen af Selskabets resultater og finansielle stilling.

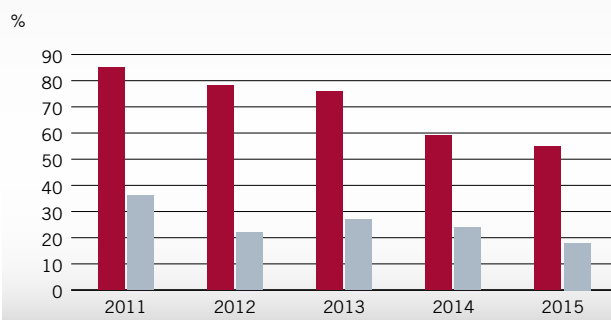
Udviklingen i Tankafdelingens kapacitet

- Kendt kapacitet, primo året
- Kapacitetsudvikling i årets løb



Afdækning i Tørlast og Tank

- Tørlast, primo året
- Tank, primo året





KINA, DER I DE SENERE ÅR HAR SPILLET EN CENTRAL ROLLE I AT BEVARE MOMENTUM I HANDEL GJENNEM BL.A. IMPORT AF JERNMALM OG KUL, FORVENTES AT FÅ ET FALD I BNP-VÆKSTEN PÅ 0,6% PROCENTPOINT TIL 6,8% FOR 2015.

FREMADRETTEDE UDSAGN

Denne årsrapport indeholder fremadrettede udsagn, som afspejler ledelsens nuværende opfattelse af fremtidige begivenheder og økonomiske resultater.

Udsagnene om 2015 og årene fremover er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og NORDENS faktiske resultater kan derfor afvige fra forventningerne.

Forhold, som kan medføre, at NORDENS faktiske resultater afviger fra forventningerne i denne årsrapport er blandt andet, men ikke udelukkende: Ændringer i de makroøkonomiske og politiske forudsætninger – specielt på Rederiets hovedmarkeder; ændringer i NORDENS rateforudsætninger og budgetterede driftsomkostninger; volatilitet i fragtrater og skibspriser; lovgivningsmæssige ændringer; modpartsrisici; mulige forstyrrelser i trafik og drift som følge af udefra kommende begivenheder m.v.

Kapacitet og afdækning pr. 31. december 2014

Tørlast	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Egne skibe	Skibsdage					
Capesize	697	722	720			
Post-Panamax	1.404	1.444	1.440			
Panamax	1.375	1.730	2.037			
Supramax	1.603	2.252	2.820			
Handysize	4.300	4.327	4.320			
Total	9.379	10.475	11.337			
Indbefragtede skibe				Omkostninger for T/C-kapacitet (USD pr. dag)*		
Capesize	365	366	592	14.212	14.470	18.117
Post-Panamax	1.460	1.464	1.460	9.655	9.743	9.959
Panamax	11.826	8.252	5.291	10.276	10.404	11.603
Supramax	7.862	6.415	5.005	10.072	10.608	11.034
Handysize	4.752	3.630	2.767	8.201	8.571	8.668
Total	26.265	20.127	15.115	9.860	10.164	10.974
				Omkostninger for bruttokapacitet (USD pr. dag)*		
Total kapacitet	35.644	30.602	26.452	8.638	8.500	8.388
Afdækning				Indtægter fra afdækning (USD pr. dag)		
Capesize	123	0	0	11.239	0	0
Post-Panamax	316	0	0	8.725	0	0
Panamax	9.962	2.625	2.167	11.504	16.927	17.561
Supramax	6.244	1.845	908	11.784	12.758	13.918
Handysize	2.991	1.425	1.272	10.950	13.248	13.840
Total	19.636	5.895	4.347	11.462	14.733	15.712
Afdækning i %						
Capesize	12%	0%	0%			
Post-Panamax	11%	0%	0%			
Panamax	75%	26%	30%			
Supramax	66%	21%	12%			
Handysize	33%	18%	18%			
Total	55%	19%	16%			

* Omkostningerne inkluderer effekten af hensættelsen på tabsgivende kontrakter foretaget i 2014 samt kontante driftsomkostninger på egne skibe. På NORDENS hjemmeside findes opgørelse eksklusive hensættelse.

Omkostninger er eksklusive administrationsomkostninger. For skibstyper, der opereres i en pool, er T/C-ækvivalenten efter afholdelse af pooladministrationsbidrag. For så vidt angår Tørlastpools modtager NORDEN pooladministrationsbidrag som "Andre driftsindtægter".

Kapacitet og afdækning pr. 31. december 2014

Tank	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Egne skibe	Skibsdage					
MR	4.014	4.315	4.310			
Handysize	4.313	4.315	4.310			
Total	8.327	8.630	8.620			
Indbefragtede skibe				Omkostninger for T/C-kapacitet (USD pr. dag)		
MR	5.746	3.543	1.729	14.971	15.747	16.722
Handysize	1.401	0	0	13.232	0	0
Total	7.147	3.543	1.729	14.630	15.747	16.722
				Omkostninger for bruttokapacitet (USD pr. dag)*		
Total kapacitet	15.474	12.173	10.349	10.513	9.590	8.726
Afdækning				Indtægter fra afdækning (USD pr. dag)		
MR	1.552	223	177	18.441	16.844	16.898
Handysize	1.226	0	0	14.912	0	0
Total	2.778	223	177	16.883	16.844	16.898
Afdækning i %						
MR	16%	3%	3%			
Handysize	21%	0%	0%			
Total	18%	2%	2%			

* Inklusive kontante driftsomkostninger på egne skibe.

Omkostninger er eksklusive administrationsomkostninger. For skibstyper, der opereres i en pool, er T/C-ækvivalenten efter afholdelse af pooladministrationsbidrag.

STRATEGISK OPDATERING

- **INVESTERINGSPROGRAM BREMSET OG EKSPONERING REDUCERET**
- **SPAREPROGRAM OG YDERLIGERE TILTAG IVÆRSAT**
- **FINANSIERING AF NYBYGNINGSPROGRAM PÅ PLADS**

I løbet af 2013 formulerede NORDEN en opdateret strategi, der byggede på forventningerne om forbedrede markedsforhold i både tørlast og tank i 2014. Strategien ville sikre, at NORDEN fik størst muligt udbytte af forbedringen, men i løbet af året stod det klart, at den forventede bedring ikke ville indfinde sig.

NORDEN tog konsekvensen af den skuffende markedsudvikling og gennemførte en række tiltag for at forbedre sin positionering til de vanskelige markeder:

- NORDEN udnyttede forretningsmodellens fleksibilitet og reducerede den indbefragtede flåde og dermed aktivitetsniveauet i Tørlast markant.
- Investeringsprogrammet blev standset i 1. kvartal 2014, og der er ikke iværksat nye investeringer i kerneflåden siden.
- 4 skibe blev solgt i 2014 og 1 i 2015 med et samlet provenu i 2014 og 2015 på USD 112 mio.
- Arbejdskapitalen blev forbedret med USD 34 mio.
- Afdækningen i Tørlast for 2015 blev i løbet af 4. kvartal 2014 øget markant til 55%.
- USD 221 mio. i nye kreditfaciliteter til dækning af nybygningsprogram opnået.
- Spareprogram med fokus på skibenes driftsomkostninger og rejseafhængige omkostninger som havneafgifter, slæbebådsudgifter m.v. blev igangsat med henblik på at opnå en årlig besparelse på USD 20 mio. inden for 3 år.
- Tørlastafdeling blev reorganiseret, så NORDEN kan udnytte sin fleksibilitet og position i markedet.
- Yderligere brændstofbesparende tiltag blev iværksat i kerneflåden med henblik på at opnå en besparelse på 3% i 2015.
- Hyrebesparelse på USD 10,5 mio. over 4 år opnået på 9 indbefragtede skibe.

Som beskrevet under "Forventninger til 2015" er der ikke udsigt til forbedring af markedsforholdene i NORDENs 2 markeder. Især tørlastmarkedet vil være presset af en svagere kinesisk efterspørgsel og generel overkapacitet af skibe. Markedet forventes som de foregående år at blive volatilt. Der vil derfor komme perioder med højere rater, men de forventes at blive korte og af begrænset styrke.

I forhold til de 2 elementer i NORDENs forretningsmodel vil fokus i 2015 således i højere grad være på "værdiskabelse i konjunkturerne" fremfor "udnyttelse af konjunkturerne". Det indebærer:

- **Den daglige kommercielle drift**

Fleksibilitet og hurtig ageren vil være afgørende for at udnytte udsvingene i markedet. Muligheden for dette kan være begrænset, hvis afdækningen i Tørlast udelukkende søges i form af længerevarende lastekontrakter. NORDEN vil derfor i højere grad end i de senere år benytte korte time-charters ud til andre operatører samt FFA'er for at agere hurtigt og generere mest mulig værdi. Rederiet forventer derudover at øge aktiviteten inden for køb og salg af skibe.

- **Optimering af rejser inkl. brændstoffektivisering**

I svage markeder bliver det daglige fokus på optimal gennemførelse af de enkelte rejser særlig vigtig. Selvom dette altid har været et fokusområde, har NORDEN besluttet at prioritere indsatsen yderligere ved at igangsætte et særligt spareprogram for at nedbringe skibsrelaterede rejseomkostninger. Hertil kommer en videreførelse af aktiviteterne med at forbedre skibenes brændstoffektivitet. Selv efter faldet i oliepriser er det fortsat værdiskabende at forbedre både skibenes performance og operationen af skibene.

- **Omkostningseffektiv teknisk drift**

I perioder med lav indtjening har omkostningsforbedringer synlighed. I takt med at NORDEN har fået stadig flere egne skibe, er omkostningerne forbundet med den tekniske drift af stigende betydning. I 2014 blev Teknisk Afdelings struktur og processer grundigt analyseret med henblik på at fremtidssikre afdelingen og sikre konkurrencedygtig performance også på dette punkt. Analysen dannede derudover grundlag for det forstærkede fokus på skibsrelaterede omkostninger, som Rederiet har iværksat i 2015.

MARKEDET FORVENTES SOM DE FOREGÅENDE ÅR AT BLIVE VOLATILT. DER VIL DERFOR KOMME PERIODER MED HØJERE RATER, MEN DE FORVENTES AT BLIVE KORTE OG AF BEGRÆNSET STYRKE.

FORRETNINGSMODEL

NORDENs forretningsmodel hviler på 2 hoveddele – Udnyttelse af konjunkturerne *Exploiting the cycle* og Værdiskabelse i konjunkturerne *Value creation throughout the cycle* (se nedenfor). Timingen af ændringer i eksponeringen til markedet kan være afgørende inden for trampfart, men NORDEN har også gennem årene været i stand til at skabe merværdi i den daglige drift i både op- og nedadgående markeder baseret på en stærk organisation, et anerkendt brand og optimerede processer og systemer.

De 2 hoveddele af forretningsmodellen er stærkt forbundet. Ved en række aktiviteter er der direkte overlap som for eksempel

ved de lange lastekontrakter, der på den ene side er afdækning af markedseksponering, men samtidig udgør en væsentlig bestanddel af operatørforretningen og optimeringen i denne. NORDEN stræber efter at udnytte kompetencer og viden på tværs af de 2 hoveddele.

Fundamentet for begge dele er højt kvalificerede medarbejderes daglige indsats, der tager udgangspunkt i Visionen om *open minded team spirit*. Samarbejdet på tværs af sektioner og organisatoriske skel er af afgørende betydning for at opnå succes og skabe mere værdi end gennemsnittet af industrien.

NORDEN UDNYTTER MULIGHEDERNE I ET CYKLISK MARKED

Udnyttelse af konjunkturerne

Tilpasning af NORDENs eksponering i forhold til overordnede markedsforhold

Værktøjer:

Egne skibe

Langtidsindbefragtede skibe

Langsigtet afdækning

Finansiell gearing

ÅRSAGER TIL
SUCCES

- ▶ Hurtig og konsekvent beslutningstagen
- ▶ Godt forhold til tonnageudbydere
- ▶ Langsigtet aktør
- ▶ Finansiell styrke
- ▶ Effektiv eksekvering af beslutninger

Værdiskabelse i konjunkturerne

Skabe merværdi i forhold til konkurrenter i både opadgående og nedadgående markeder

Værktøjer:

Kommerciel drift:

- Optimering af lastekontrakter (Tørlast)
- Kort ind- og udbefragtning
- Optimering af lastsammensætning og positionering
- Udnyttelse af sæsonudsving og volatilitet
- Valg af skibe

Udførelse af rejser inkl. brændstofoptimering

Omkostningseffektivitet

- ▶ Dygtige og erfarne medarbejdere
- ▶ Tætte kunderelationer
- ▶ Stordriftsfordele
- ▶ Optimerede systemer og processer
- ▶ Stærkt brand

FINANSIELLE FORHOLD

- FORTSAT STÆRK FINANSIEL POSITION
- HENSÆTTELSE TIL TABSGIVENDE KONTRAKTER
- NYBYGNINGSPROGRAM DÆKKET AF NYE KREDITFACILITETER

Hensættelse til tabsgivende kontrakter

Svagere udsigter for tørlastmarkedet medførte i december 2014, at Rederiet på baggrund af en opdateret markedsanalyse foretog en hensættelse på USD 230 mio. vedrørende en række timecharter-kontrakter på indbefragtede skibe. Markedsanalysen viste, at det ikke længere var sandsynligt, at disse kontrakter, der primært blev indgået i 2006-11, ville blive profitable, da tørlastmarkedet inden for de næste par år ikke forventes at ville forbedre sig i samme grad som tidligere antaget.

Størstedelen af hensættelsen vil blive tilbageført over de næste 3-4 år og resultere i en positiv effekt på EBITDA på et tilsvarende beløb i perioden. Omkring 1/3 af hensættelsen vil blive tilbageført i 2015. Hensættelsen har ingen indflydelse på pengestrømme eller låneaftaler.

Efter hensættelsen i Tørlast er den bogførte værdi af koncernens egenkapital ved udgangen af 2014 på USD 1,1 mia. (DKK 172 pr. aktie).

Udvikling i gearing

NORDENs gearing, der udtrykker Rederiets nettoforpligtelser i forhold til den bogførte egenkapital, blev som planlagt øget gennem 1. halvår af 2014 som følge af investeringer i nybygninger samt udbetaling af udbytte og tilbagekøb af aktier. I 2. halvår af 2014 er gearingen stabiliseret som konsekvens af lavere aktivitet i Tørlastsegmentet og højere værdi af afdækningen i Tanksegmentet. Efter hensættelsen af USD 230 mio. til tabsgivende kontrakter er gearingen igen øget og var 1,09 ved udgangen af 2014 (0,70 ultimo 2013).

Nettoforpligtelserne steg i årets løb med USD 131 mio. Stigningen skyldes primært nybygningsinvesteringer samt et fald i de likvide beholdninger. De justerede netto rentebærende aktiver udgjorde ultimo året USD -6 mio. (USD 189 mio.). Medregnes operationelle leasingforpligtelser, fremtidige betalinger på nybygninger og kontraktuelt sikrede indtjeningsstrømme er Rederiets samlede nettoforpligtelser ved årets udgang USD 1.257 mio. (USD 1.126 mio.).

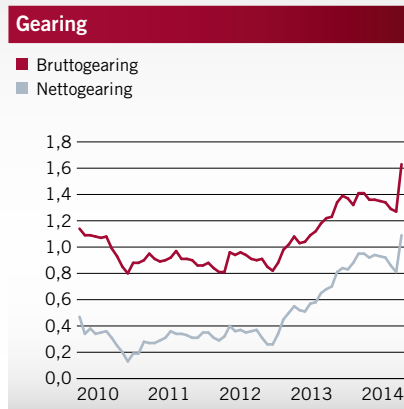
Kapitalstruktur

NORDEN har fortsat en solid balance og finansielt beredskab. Ved årets udgang havde Rederiet likvider og værdipapirer for i alt USD 259 mio. og uudnyttede kreditfaciliteter på USD 418 mio. Udnyttes faciliteterne fuldt ud, vil belåningen svare til 47% af flådens vurderede markedsværdi ultimo året. Tallene inkluderer NORDENs andel af likvider og gæld i joint ventures.

De likvide beholdninger udgør USD 198 mio. (USD 406 mio.), og hertil kommer NORDENs andel af likvider i joint ventures, som beløber sig til USD 21 mio. (USD 5 mio.). De likvide be-

Nettoforpligtelser (ultimo), USD mio.			
	2014	2013	2012
Justerede netto rentebærende aktiver*	-6	189	362
T/C-forpligtelser**	-1.542	-1.861	-1.646
Nybygningsbetalinger minus provenu fra skibssalg**	-355	-295	-95
Kontraktuelt sikrede indtjeningsstrømme ** (T/C og lastekontrakter)	646	841	936
Nettoforpligtelser	-1.257	-1.126	-443

* Justeret for forudbetalinger på skibskøb og valutaswaps
 ** Nutidsværdier



holdninger er i henhold til NORDENs bankpolitik hovedsageligt placeret som aftaleindskud med en varighed på op til 1 år i store, skandinaviske banker med ratingen A eller højere. Derudover har NORDEN værdipapirer for USD 40 mio. (USD 80 mio.), der hovedsageligt er placeret i erhvervsobligationer med kort løbetid fra kreditværdige udstedere.

NORDEN har enten direkte eller gennem joint ventures i 2014 indgået nye aftaler omkring attraktivt prisfastsatte langfristede kreditfaciliteter på i alt USD 221 mio. Dette er sket med 2 skan-

dinaviske og 2 japanske banker. I løbet af året blev i alt USD 15 mio. trukket på faciliteter med 2 japanske banker. Den rentebærende gæld faldt fra USD 258 mio. til USD 231 mio. Derudover udgjorde NORDENs andel af den rentebærende gæld i Selskabets joint ventures USD 31 mio.

NORDEN har forpligtelser på nybygningsprogrammet på i alt USD 405 mio. Forpligtelserne inkluderer 2 solgte nybygningskontrakter samt NORDENs andel i joint ventures. Fordelingen for de enkelte år fremgår af tabellen nederst på siden.

FALDENDE BUNKERPRISER

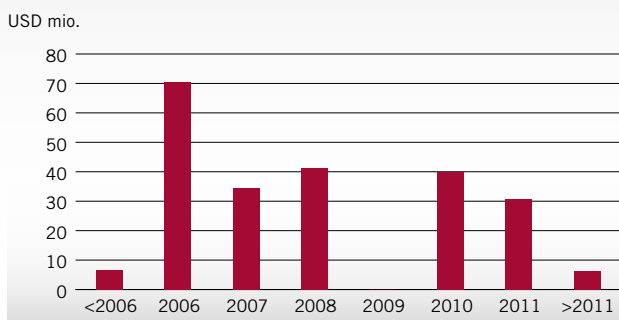
Prisen på et ton brændstof – bunker – faldt voldsomt i takt med de generelle olieprisfald, der indtraf i 2. halvår af 2014. Ved indgangen til året kostede et ton standardbunker 380cst USD 580, mens prisen ved udgangen af året var USD 280 – et fald på godt 50%.

NORDEN spekulerer ikke i brændstofpriser. I de tilfælde, hvor der ikke er en bunkerjusteringsklausul i en lastekontrakt, afdækker NORDEN indkøbet af bunker ved brug af bunkerswaps på tidspunktet for indgåelse af lastekontrakten. Dermed kender Rederiet den præcise bunkerudgift forbundet med udførelsen af kontrakten. I tider med stigende oliepriser giver bunkerswaps ikke blot sikkerhed, men også besparelser i forhold til at skulle købe til dagspris, mens sikkerheden i tider med faldende oliepriser medfører merudgift i forhold til at købe til dagspris.

Bunkerbesparelsen indregnes i vidt omfang i raten til kunden, der som udgangspunkt betaler for transport pr. ton last inklusive udgiften til bunker. Derudover har faldende brændstofpriser en række generelle effekter i markedet:

- Mindre incitament til at slow-steame
- Mindre pres for at skrotte gammel tonnage
- Mindre incitament til at bestille nye skibe
- Øget global olieefterspørgsel
- Øget attraktivitet ved arbitragehandel inden for tank
- Støtte til øget global vækst
- Lavere gaspriser, som påvirker kulefterspørgsel
- Lavere rejseomkostninger, der giver sig udslag i lavere rater for kunderne, hvilket er særligt positivt for handel over lange distancer.

Fordeling af hensættelsen til tabsgivende kontrakter



Note: Fordelt efter tidspunkt for kontraktsindgåelse

Forpligtelser vedr. nybygningsprogrammet

USD mio.	
2015	182
2016	57
2017	119
2018	47
I alt	405

Note: Forpligtelserne inkluderer 2 solgte nybygningskontrakter samt NORDENs andel i joint ventures.

FLÅDENS UDVIKLING

- FOKUS PÅ TILPASNING
- 4 SKIBE SOLGT I 2014, 1 SOLGT I 2015
- 4 PRODUKTTANKSKIBE TIL LEVERING I 2015
- REDUCERET AKTIVITET

Leveringer til NORDENs kerneflåde

Efter nogle år med investeringsmæssigt fokus på udvidelse af kerneflåden i først Tank og siden Tørlast bød 2014 på en opbremsning i investeringsaktiviteten.

I begyndelsen af 2014 udnyttede NORDEN attraktive nybygningspriser og indgik aftale om investeringer i 7,5 Supramax og Panamax eco-nybygninger i Tørlast, mens der i Tank i løbet af 2014 blev investeret i 2 MR-produkttankskibe.

I 2. halvår indgik Rederiet aftale om salg af 4 skibe, hvoraf de 2 var nybygningskontrakter.

Derudover har Rederiet i begyndelsen af 2015 solgt et produkt-tankskib. Udover at understøtte tilpasningen af Rederiets flåde til markedsudsigterne i tørlast reducerer salgene også Rederiets kapitalbinding.

NORDEN tog i løbet af 2014 levering af 10,5 skibe fra ordrebogen heraf 2 Handysize eco-nybygninger i Tank. Omvendt tilbageleverede NORDEN 2 langtidssindbefragtede skibe uden at gøre brug af købsoptionen på denne samt afleverede 1 solgt tankskib.

Reduceret aktivitetsniveau

Udover NORDENs kerneflåde råder Rederiet over en fleksibel flåde af kort- og langtidssindbefragtede skibe. Nogle af disse med købsoption. Flåden af indbefragtede skibe understøtter, at NORDEN kan servicere sit fremtidige lasteprogram optimalt og giver NORDEN fleksibilitet i markeder med udsving.

I løbet af 2014 blev flåden af korttidssindbefragtede skibe således tilpasset de udfordrende markedsforhold især i tørlast og reduceret fra 191 ved udgangen af 2013 til 140 ved udgangen af 2014. Reduktionen var medvirkende årsag til, at den samlede aktive flåde ved udgangen af 2014 var faldet fra 285 til 242 skibe.

Leveringer i 2015

Ordrebogen var ved udgangen af 2014 på i alt 25,5 skibe, hvoraf 20,5 er tørlastskibe og 5 er tankskibe. Skibene leveres frem mod begyndelsen af 2018. I 2015 leveres 6 japansk-byggede tørlastskibe, mens Tankafdelingen tager levering af 4 MR-produkttankskibe fra et sydkoreansk værft.

Udviklingen i NORDENs kerneflåde 2014

	Tørlast	Tank	Total
Kerneflåden primo 2014	91,5	32,0	123,5
Køb af secondhand-tonnage	0,0	1,0	1,0
Kontraherede nybygninger	6,5	0,0	6,5
Kontraherede langtidssindbefragtninger med købsoption	1,0	1,0	2,0
Tilbageleverede langtidssindbefragtninger med købsoption	-1,0	-1,0	-2,0
Salg og levering af egne skibe	-2,0	-1,0	-3,0
Kerneflåden ultimo 2014	96,0^A	32,0	128,0^A

A Heraf 1 enhed solgt

Note: Tabellen viser udviklingen i NORDENs totale kerneflåde, der inkluderer aktive skibe og skibe til levering.

NORDENs flåde pr. 31. december 2014

Skibe i drift	2014	2013
Egne skibe	46,0 ^A	44,0
Indbefragtede skibe med købsoption	56,5	50,0
Aktiv kerneflåde	102,5	94,0
Indbefragtede skibe uden købsoption	140,0	191,4
Aktiv flåde	242,5	285,4
Skibe til levering		
Egne skibe	14,5	12,0
Indbefragtede skibe med købsoption	11,0	17,5
I alt til levering til den aktive flåde	25,5	29,5
Bruttoflåde i alt		
I alt indbefragtet med købsoption	67,5	67,5
Total kerneflåde	128,0^A	123,5

A Heraf 1 enhed solgt

Note: Skibe, der er delvist ejet eller direkte indbefragtet af en pool, er justeret baseret på henholdsvis ejerandel og pool-procent.



I SOMMEREN 2014 TOG NORDEN LEVERING AF DE BRÆNDSTOFFEFFECTIVE HANDYSIZE ECO-TANKSKIBE NORD GARDENIA OG NORD GERANIUM, DER DERMED BLEV LEVERET I RETTE TID TIL AT SEJLE I ET STÆRKT TANKMARKED I 4. KVARTAL.

Forventet leveringstidspunkt for NORDENs kerneflåde pr. 31. december 2014

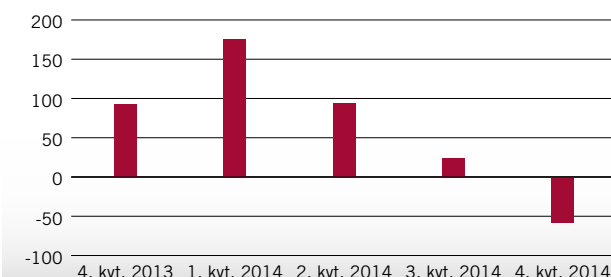
	2015				2016				2017				2018				Total
	1. kvt.	2. kvt.	3. kvt.	4. kvt.	1. kvt.	2. kvt.	3. kvt.	4. kvt.	1. kvt.	2. kvt.	3. kvt.	4. kvt.	1. kvt.	2. kvt.	3. kvt.	4. kvt.	
Tørlast																	
Capesize									(1,0)								1,0
Panamax	0,5	0,5	(1,0)		1,0		(1,5)	(1,5)			2,0						8,0
Supramax	(1,0)			1,0(2,0)	1,0	0,5(2,0)					2,0		2,0				11,5
Tank																	
MR	3,0		1,0				(1,0)										5,0
Handysize																	0,0
Total	4,5	0,5	2,0	3,0	2,0	2,5	2,5	1,5	1,0	0,0	4,0	0,0	2,0	0,0	0,0	0,0	25,5

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

FLÅDENS VÆRDIER

- SKIBSVÆRDIER FALDET MED 13% I TØRLAST OG 11% I TANK
- FLÅDENS MARKEDSVÆRDI ESTIMERET TIL USD 1,5 MIA.
- KØBS- OG FORLÆNGELSESOPTIONER ESTIMERET TIL USD 112 MIO.

Merværdier (inkl. joint ventures)



Faldende markedspriser på skibe

Efter et 2013 med generelt stigende skibspriser faldt priserne på brugte skibe i løbet af 2014. Nybygningspriserne fortsatte derimod stigningen indtil midten af 2014, hvorefter de faldt tilbage og endte året på omtrent samme niveau som ved indgangen til 2014. I tørlastmarkedet faldt prisen på brugte skibe med 11-22%, mens prisen for gensalg af nybygninger holdt sig uændret året igennem for NORDENs tørlastskibstyper (kilde: Clarksons).

I produkttankmarkedet faldt prisen på brugte skibe ligeledes, mens nybygningspriserne omvendt steg i begyndelsen af året og har holdt niveauet året ud. Prisen for et 5-årigt MR-produkt-tankskib faldt således med 14%, mens nybygningsprisen steg med omkring 6% (kilde: Clarksons).

Fald i både tørlast og tank

En indeksbaseret beregning af markedsværdien af NORDENs skibe ekskl. certepartier viser, at NORDENs tørlastskibe samlet set faldt med 13% i året, mens værdien af Rederiets produkt-tankflåde faldt med 11%.

Baseret på gennemsnittet af 3 uafhængige mægleres vurderinger kan markedsværdien af NORDENs 46 egne skibe og 14,5 nybygningsordrer inklusive joint ventures ultimo året opgøres til USD 1.462 mio. Dette er USD 58 mio. lavere end de regnskabsmæssige værdier og kostpriser. Markedsvurderingen af NORDENs nybygningsprogram til levering var ved årets udgang USD 461 mio., hvilket var USD 32 mio. over de regnskabsmæssige værdier og kostpriser.

Opgjort uden skibe i joint ventures og solgte aktiver er markedsvurderingen i Tørlast og Tank henholdsvis USD 27 mio. og USD 35 mio. under de regnskabsmæssige værdier og kostpriser, som samlet udgør USD 1.434 mio. Forskellen mellem de højeste og laveste vurderinger fra de 3 mæglere opgjort pr. skib er USD 147 mio., og vurderingerne er således behæftet med en større grad af usikkerhed end tidligere. Rederiet har derfor på sædvanlig vis foretaget en nedskrivningstest. Der er på den baggrund ikke fundet behov for at nedskrive de regnskabsmæssige værdier eller hensætte yderligere til tabsgivende timecharter-kontrakter. Ledelsen har i denne vurdering også inddraget udviklingen i fragtrater og skibspriser efter udgangen af 2014. Se i øvrigt "Regn-

Flådens værdier pr. 31. december 2014

USD mio.		Egne (aktive og nybygninger)				Merværdi
Tørlast	Antal	Gennemsnitlig tdw.	Bogført værdi/kostpris	Mæglervurderet værdi af egne skibe*	Mæglervurderet værdi af certeparti	
Capesize	3,0	176.000	68	69		1
Post-Panamax	4,0	114.000	121	102		-19
Panamax	7,0	79.000	183	184	21	22
Supramax	10,5	59.000	246	257		11
Handysize	12,0	35.000	259	209	12	-38
Total Tørlast	36,5		877	821	33	-23
Tank						
MR	12,0	50.000	371	360		-11
Handysize	12,0	39.000	272	248		-24
Total Tank	24,0		643	608		-35
Total	60,5		1.520	1.429	33	-58

* Inklusive joint ventures og aktiver bestemt for salg, men eksklusive eventuelle certepartier.

Antagelser for beregnet værdi af købs- og forlængelsesoptioner, ultimo 2014

	Skibspriser og T/C-rater		Antaget volatilitet	
	Brugtpriser 5-årigt skib (USD mio.)	5-årig T/C-rate (USD/dag)	Skibsværdier (brugtpriser 5-årigt skib)	Fragtrater (1-årig T/C)
Tørlast				
Capesize	39,3	16.788	16%	76%
Post-Panamax*	28,3	11.160	18%	38%
Panamax	20,3	10.500	18%	38%
Supramax	20,7	10.375	15%	36%
Handysize	16,9	8.500	15%	24%
Tank				
MR	25,0	15.500	13%	12%

Note: Der er usikkerhed ved opgørelsen af den teoretiske værdi af købs- og forlængelsesoptioner, og værdien vil afhænge af den fremtidige udvikling i fragtrater og skibsværdier samt ændringer i de øvrige forudsætninger.

* Prisen på Post-Panamax er for et gensalg af en nybygning med omgående levering. Volatiliteterne for skibstypen er sat lig med volatiliteterne for Panamax, da der kun er meget begrænset markedsdata for Post-Panamax.

Kilder: Clarksons og Baltic Exchange

skabsberetning” (side 46) og regnskabsnote 11 (side 71), hvor der redegøres for væsentlige regnskabsmæssige skøn.

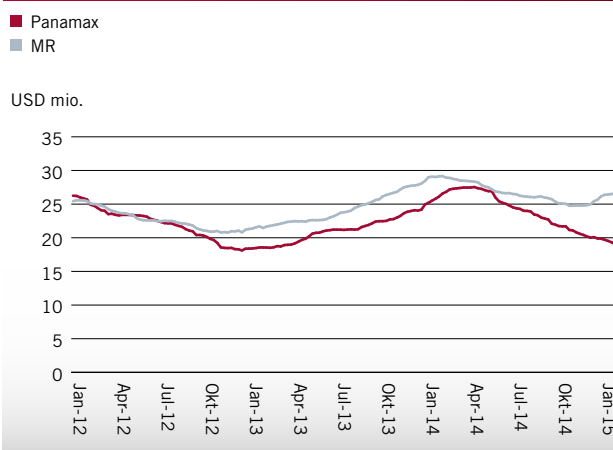
Købs- og forlængelsesoptioner

NORDEN har gennem Rederiets købs- og forlængelsesoptioner en fordelagtig eksponering mod stigende markeder.

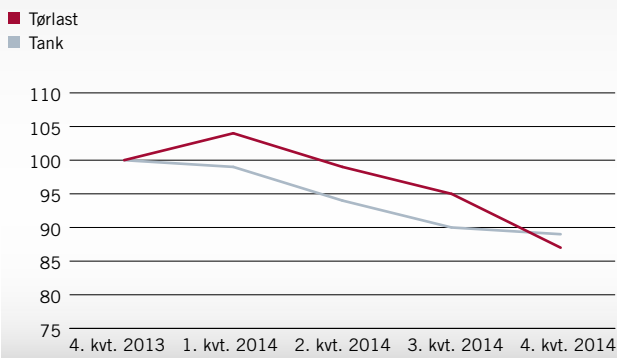
Værdien af optionerne har som konsekvens af faldende T/C-rater og skibspriser udviklet sig negativt fra en samlet værdi på USD 120 mio. til USD 112 mio.

En 10% stigning i T/C-rater og skibspriser vil medføre en stigning på 18% i optionsværdien, mens et tilsvarende fald på 10% vil medføre et fald på 15% i værdien. Selve beregningsmetoden til fastsættelse af optionsværdien er uændret i forhold til tidligere (se beskrivelse af metoden på Selskabets hjemmeside).

Brugtpriser (5-årigt skib)



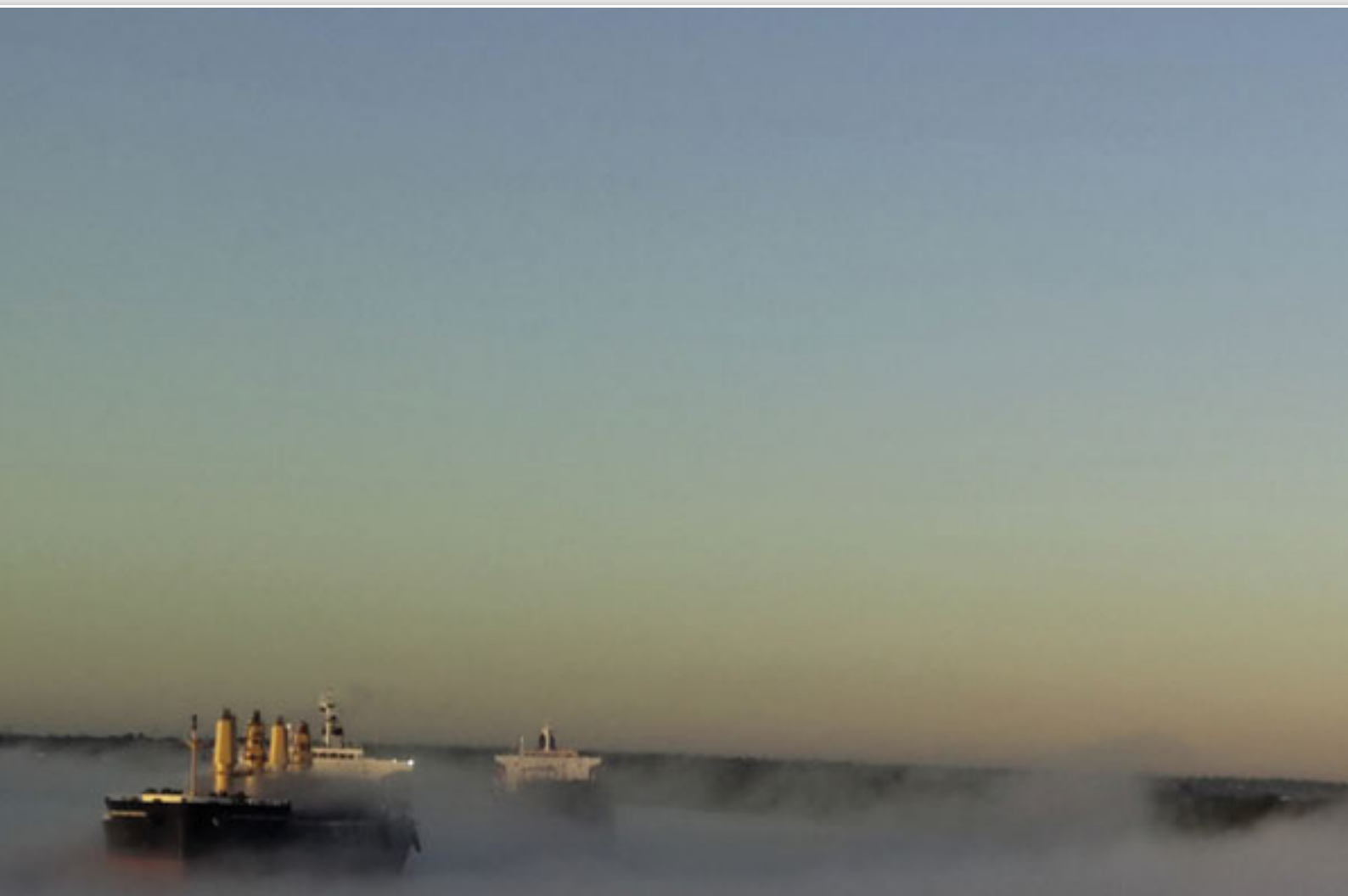
Indekseret markedsværdi af flåden (ekskl. værdi af certeparti)*



* Figur er baseret på kvartalsvis sammenligning af skibe, der var inkluderet i begge kvartaler.

Teoretisk værdi af købs- og forlængelsesoptioner ultimo 2014

	Gennemsnitlig tdw.	Antal kontrakter	Teoretisk værdi af købs- og forlængelsesoptioner (USD mio.)
Tørlast			
Capesize	180.000	2,0	22
Post-Panamax	115.000	4,0	6
Panamax	80.000	20,5	41
Supramax	58.000	22,0	34
Handysize	32.000	11,0	6
Tank			
MR	48.000	8,0	3
Total		67,5	112



TØRLAST

I STEDET FOR DEN VENTEDE GRADVISE BEDRING BØD TØRLASTMARKEDET PÅ EN VOLDSOM FORVÆRRING I 2014. KINAS IMPORT BREMSEDE KRAFTIGT OP, OG NORDEN, DER VAR GÅET IND I ÅRET MED REKORDMANGE ÅBNE SKIBSDAGE, MÅTTE OMSTILLE SIG TIL LANGT VÆRRE MARKEDER END FORUDSET. FLÅDETILPASNING OG EN FORØGET AFDÆKNING KUNNE DOG IKKE FORHINDRE NORDEN I AT BLIVE HÅRDT RAMT AF EN MARKEDSUDVIKLING, DER GIK FRA SLEMT TIL VÆRRE.

EBITDA

USD mio.

-294

EBITDA
ekskl. hensættelse

USD mio.

-64





TØRLAST

NORDEN

- FLÅDEN TILPASSET OG AFDÆKNING ØGET I LØBET AF ÅRET
- INDSEJLING 2% OVER 1-ÅRIGE T/C-RATER OG 35% OVER SPOTMARKED
- RESULTAT PÅVIRKET AF OPRYDNING I DYRE KONTRAKTER

MARKEDET

- VOLDSOMT FORVÆRRET TØRLAST-MARKED
- OPBREMSNING I KINESISK IMPORT
- FØRSTE FALD I GLOBAL KULTRANSPORT SIDEN 1993

NORDENs resultater

Tørlastmarkedet oplevede en voldsom nedtur i 2014. En kraftig opbremsning i den kinesiske import af råvarer førte til faldende spotrater, og i løbet af året blev det tydeligt, at opbremsningen ikke var af midlertidig karakter. Dermed faldt både Baltic Dry Index (BDI) og skibspriser tilbage til bundniveauerne fra 2012 og 2013.

Nedturen i markedet satte sig kraftige spor i resultaterne fra NORDENs Tørlastafdeling, der på trods af en afdækning på 58% i starten af året havde flere åbne skibsdage end i tidligere år. Tørlastafdelingen realiserede således et driftsresultat før afskrivninger og salgsavancer (EBITDA) på USD -294 mio. Heraf skyldes de USD -230 mio. hensættelsen til tabsgivende timecharter-kontrakter, der blev udmeldt i december 2014. Det resterende underliggende driftsresultat var USD -64 mio. Det primære driftsresultat (EBIT) endte på USD -334 mio.

Hensættelsen til tabsgivende kontrakter på USD 230 mio. er en konsekvens af, at de dårligere fremtidige markedsudsigter i tørlast gør det usandsynligt, at en række tidligere indgåede timecharterkontrakter vil blive profitable. Kontrakterne er primært indgået i perioden 2006-2011 (se figur på s. 13) til rate-niveauer, der ligger betydeligt over de nuværende forwardrater.

NORDENs gennemsnitlige indsejling for hele året var 2% bedre end de 1-årige T/C-rater og 35% over spotraterne.

NORDENs forretning

Som nævnt under "Strategisk opdatering" tilpassede NORDEN sit aktivitetsniveau i takt med, at markedet udviklede sig over-

Beskæftigelse og rater, Tørlast, 2014

Skibstype		1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.	2014	1-årig T/C (USD pr. dag)*	NORDEN vs. 1-årig T/C
Capesize	Skibsdage	360	352	350	368	1.430	21.751	-15%
	T/C (USD pr. dag)	22.995	19.137	16.718	15.170	18.495		
Post-Panamax	Skibsdage	714	728	687	736	2.865	13.746	-17%
	T/C (USD pr. dag)	14.808	14.981	8.520	7.476	11.461		
Panamax	Skibsdage	7.418	6.079	5.152	5.936	24.585	12.035	-1%
	T/C (USD pr. dag)	11.213	12.241	11.309	12.980	11.914		
Supramax	Skibsdage	7.155	8.153	6.644	6.086	28.038	11.385	+7%
	T/C (USD pr. dag)	12.401	12.132	12.428	11.535	12.141		
Handysize	Skibsdage	2.641	2.381	2.558	2.421	10.001	9.012	+8%
	T/C (USD pr. dag)	9.396	10.841	9.375	9.521	9.765		
Total**	Skibsdage	18.288	17.693	15.391	15.547	66.919	11.592	+2%
	T/C (USD pr. dag)	11.788	12.252	11.469	11.667	11.809		

* Kilde: Clarksons

** Vægtet gennemsnit

NORDEN-T/C er bruttobeløb for at gøre tallet sammenligneligt med markeds-T/C. Følgende procentsatser er brugt som standard mæglerkommission: Capesize, Post-Panamax og Panamax: 3,75%, Supramax og Handysize: 5%. I de tilfælde, hvor skibstypen er opereret i en pool, er pool-administrationsbidraget tillagt.

Hoved- og nøgletal

USD mio.	2012 Total	2013 Total	2014				2014 Total
			1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	
Omsætning	1.731	1.766	464	417	352	368	1.601
EBITDA (ekskl. hensættelse)	131	-5	-15	-6	-16	-27	-64
EBITDA	131	-5	-15	-6	-16	-257	-294
Salgsavancer skibe m.v.	-25	0	0	0	0	0	0
EBIT	-207	-46	-23	-18	-22	-271	-334
Langfristede aktiver	606	601	617	610	590	579	579
EBITDA-margin, %	8%	0%	-3%	-1%	-5%	-70%	-18%
EBIT-margin, %	-12%	-3%	-5%	-4%	-6%	-74%	-21%
Totalt antal skibsdage	68.430	74.699	18.288	17.693	15.391	15.547	66.919

raskende negativt i løbet af året. Styrken i forretningsmodellen med høj grad af fleksibilitet i flådestørrelsen blev udnyttet, og fra begyndelsen af 2. kvartal reducerede NORDEN tørlastflåden med 21%.

Det lavere aktivitetsniveau bevirkede et fald i NORDENS samlede lastvolumen på 7% i forhold til 2013. Kul og korn er fortsat NORDENS 2 primære lasttyper. Ud fra en samlet fragtmængde på 76 mio. tons udgjorde kul og korn henholdsvis 32% og 22% af NORDENS transportererede volumen.

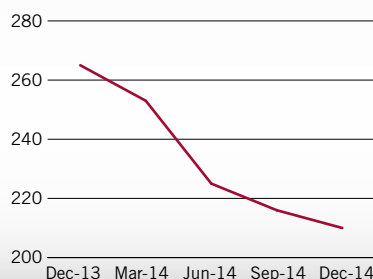
Sammenlignet med markedet, hvor 80% af tørlastimporten sker i Østen, har NORDEN en mere ligelig geografisk fordeling, idet omkring 50% af NORDENS transportererede last foregår intra-atlantisk. Fordelingen er blandt andet et resultat af NORDENS

10-årige kontrakt om transport af kul fra Svalbard samt flere kontrakter fra Murmansk til Nordeuropa og intra-atlantisk transport af træpiller og biomasse.

Kina og Indien er fortsat de største enkelttagere af NORDENS laster. Samlet leverede NORDEN 18 mio. tons til de 2 lande, hvoraf Kina modtog den største andel. Det er primært NORDENS større skibe, der anløber disse lande med kul og jernmalm fra Australien og kul fra Indonesien. Derudover transporterer NORDEN en stor mængde korn fra Sydamerika til Asien.

Antal skibe til søs

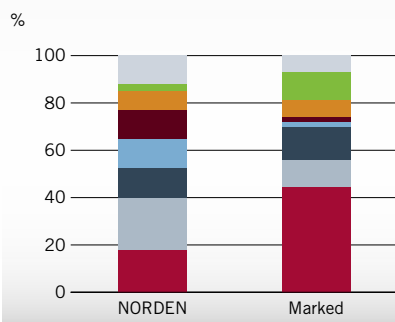
Inkl. pool-skibe og korttidsindbefragtede skibe



NORDEN reagerede på de udfordrende markeder og reducerede antallet af indbefragtede tørlastskibe med 21% i løbet af året.

Geografisk fordeling af import

■ Kina ■ Sydamerika ■ Japan
■ Vesteuropa ■ Nordamerika ■ Andre
■ Øvrige Asien ■ Indien

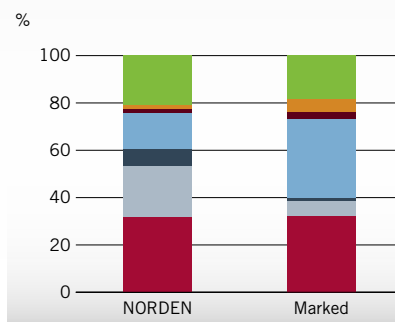


Kilder: NORDEN og R.S. Platou

I forhold til markedet har NORDEN en mere ligelig geografisk fordeling af sin forretning. Kul og korn udgør fortsat de største lasttyper med henholdsvis 32% og 22%.

NORDENS transporter i forhold til markedet

■ Kul ■ Jernmalm ■ Stålprodukter
■ Korn ■ Træprodukter ■ Andet
■ Cementprodukter



Kilder: NORDEN og R.S. Platou

TØRLASTMARKEDET 2014

Det dårlige marked i 2014 skyldes en overraskende lav efterspørgselsvækst, særligt i Kina, der i mange år har været drivkraften i tørlastmarkedet. Ved indgangen til 2014 forventede NORDEN, at efterspørgslen ville stige med 7-9%, men den endte med at skuffe voldsomt med en stigning på under 5%. Væksttallet er et gennemsnit, der dækker over pæne vækstrater i begyndelsen af året faldende til negative vækstrater i 4. kvartal (kilde: R.S. Platou).

I løbet af 2014 viste det sig, at en stor del af den gode afslutning på 2013 ikke var udtryk for en strukturel vending i markedet, men drevet af midlertidig lageropbygning, der reducerede den efterfølgende efterspørgsel i 2014. Selvom flådetilvæksten på 5% var på et lavere niveau end set i mange år, forsvandt opsvinget således lige så hurtigt, som det begyndte.

Baltic Dry Index var som gennemsnit for året 8% lavere i 2014 i forhold til 2013 (kilde: Baltic Exchange). Specielt Panamax-skibstypen blev hårdt ramt med et fald i de gennemsnitlige spotrater på 19%, mens gennemsnitsspotraterne for de andre skibstyper faldt med 5-7%. Igen dækker gennemsnitstallene

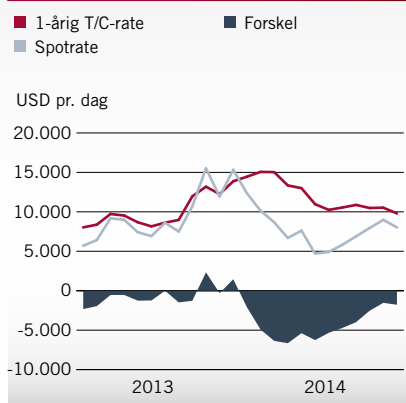
over store forskelle inden for året. 2. halvår af 2014 lå således 34% under året før og er ikke set lavere siden 2012.

Den største skuffelse i 2014 var transporten af kul, som faldt med 1% i forhold til 2013, hvilket er en signifikant opbremsning i forhold til den gennemsnitlige vækst på over 7% de seneste 5 år. Specielt efterspørgslen fra Kina var klart under forventning og faldt med 11% til i alt 292 millioner tons (kilde: China Customs General Administration). Det er første gang siden 2008, at Kinas import af kul falder, og første gang siden 1993, at den globale kultransport falder. Faldet i 2014 skyldes bl.a. øget produktion af el fra vandkraft i Kina grundet en usædvanlig høj mængde nedbør samt en begrænsning på kulkraftværkernes import af kul de sidste 4 måneder af 2014 pålagt af den kinesiske regering. Derudover lagde den historiske kolde vinter i USA kombineret med en varm vinter i Europa en dæmper på transporten af kul i Atlanten. Indiens import af kul var et lille lyspunkt, da den steg med 15% til i alt 202 mio. tons (kilde: Clarksons).

Det indonesiske forbud mod eksport af uforarbejdede råvarer, der trådte i kraft i januar 2014, påvirkede efterspørgslen nega-

DET ER FØRSTE GANG SIDEN 2008, AT KINAS IMPORT AF KUL FALDER, OG FØRSTE GANG SIDEN 1993, AT DEN GLOBALE KULTRANSPORT FALDER.

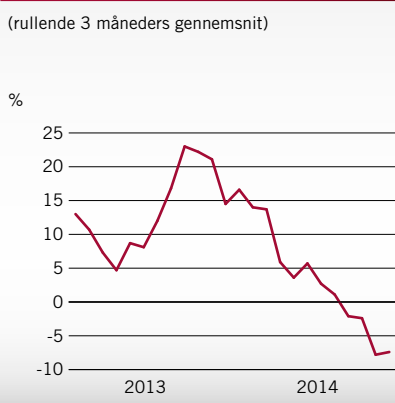
Spotrater for Panamax vs. 1-årige T/C-rater



Kilde: Baltic Exchange og Clarksons

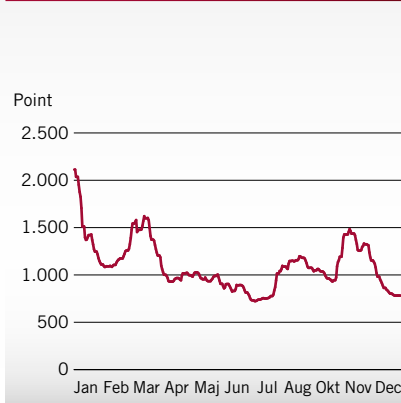
Kinas import faldt markant i løbet af 2014 og trak raterne ned.

Udviklingen i Kinas tørlastimport



Kilde: China Customs General Administration

Baltic Dry Index 2014



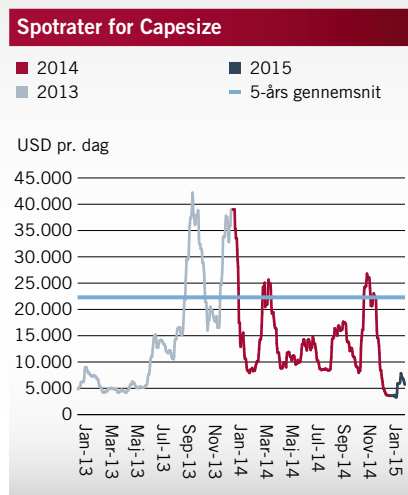
Kilde: Baltic Exchange

tivt og fik et betydeligt antal Supramax-skibe til at sejle i ballast fra Stillehavet til Atlanterhavet. Kombineret med væsentlig mindre ventetid i de sydamerikanske kornhavne grundet bedre infrastruktur og favorable vejrforhold gjorde dette, at den sydamerikanske kornsæson ikke havde den traditionelle positive effekt på markedet. Samtidig medførte det en ændring i det relative forhold mellem raterne i Atlanten og Stillehavet, hvilket ramte NORDEN hårdt især i 2. kvartal.

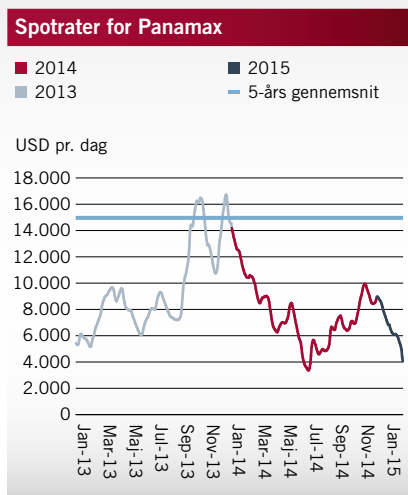
Selvom de længe ventede kapacitetsudvidelser i jernmalmproduktionen i Australien og Brasilien indtraf i 2014, og Kina importerede en rekordmængde af jernmalm på i alt 933 mio. tons (kilde: China Customs General Administration), havde det ikke den positive effekt på raterne for de store skibe, der var forventet. Det skyldes, at væksten i importen af australsk jernmalm til

Kina ikke erstattede den kinesiske egenproduktion, men skete på bekostning af eksportører i det atlantiske marked, hvilket gav væsentlig kortere gennemsnitsdistancer.

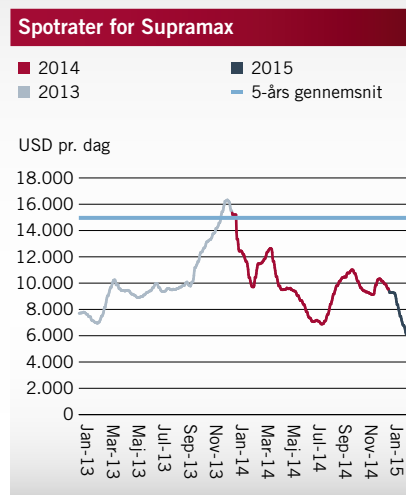
Flådetilvæksten i 2014 var den laveste siden 2003 og endte på 5%. Der blev i alt leveret 48 mio. tdw., hvilket var langt under den officielle ordrebog i begyndelsen af året. Det er dog endnu for tidligt at afgøre, hvorvidt de manglende leveringer er blevet udskudt eller aflyst. Skrotningen i 2014 endte på 16 mio. tdw. Flådetilvæksten lå i omegnen af 5% for alle skibstyperne på nær Handysize, som havde en flådetilvækst på knap 2%. Det vurderes, at der i 2014 blev kontraheret knap 60 mio. tdw., men kontraheringsaktiviteten faldt dog i takt med, at forventningerne til markedet faldt.



Kilde: Baltic Exchange



Kilde: Baltic Exchange



Kilde: Baltic Exchange

Spotraterne for Panamax og Supramax var året igennem hårdt ramt og lå markant under 5-års gennemsnittet.

TØRLASTMARKEDET 2015

NORDEN forventer et fortsat dårligt tørlastmarked i 2015. Selvom efterspørgslen ventes at udvikle sig lidt mere positivt end den meget svage afslutning på 2014, vil væksten næppe komme tilbage til niveauerne gennem de seneste 10 år. Efterspørgslen vil dermed ikke kunne absorbere den fortsatte flådevækst.

NORDEN forventer en vækst i efterspørgslen på 3-5%, men dette er forbundet med en del usikkerhed, da økonomisk vækst og politiske tiltag kan spille en afgørende rolle for efterspørgslen efter søtransport.

Kina er ikke længere det stærke lokomotiv, som egenhændigt trækker tørlastmarkedet i en positiv retning. IMF forventer kinesisk BNP-vækst på 6,8% for 2015, hvilket er det laveste niveau siden 1990. Samtidig vil omstillingen af den kinesiske økonomi fra tung industri og opbygning af infrastruktur til serviceerhverv og forbrugsgoder medføre en vækstreduktion for de sektorer, der er vigtige for tørlastmarkedet.

Den største usikkerhed for tørlastmarkedet i 2015 skønnes at være mængderne af kul, der skal transporteres og i særdeleshed størrelsen af den kinesiske import. NORDEN forventer samlet set en lille stigning i den globale kultransport primært drevet af Indien. Usikkerheden vedrørende Kinas import er betydelig. Importeret kul er formentlig fortsat billigere at anvende i kystområderne i forhold til det kul, der produceres af kinesiske miner. Men meget tyder på, at der er politisk vilje til at holde hånden under store dele af den kinesiske kulproduktion, hvilket kan medføre begrænsninger på importen i lighed med det, der blev iværksat i 4. kvartal. Eftersom det fortsat kun er 5-6% af det kinesiske kulforbrug, der bliver importeret, vil selv små ændringer i det samlede kulforbrug og indenlandsk produktion

have en betydelig effekt på tørlastmarkedet. En stigning på blot 1% i det kinesiske kulforbrug svarer således til en stigning i den globale tørlastefterspørgsel på 1%, såfremt stigningen dækkes af import. NORDENs forventning er et fortsat svagt fald i Kinas import, men selv inden for realistiske scenarier kan importen enten stige eller falde med 25-30%.

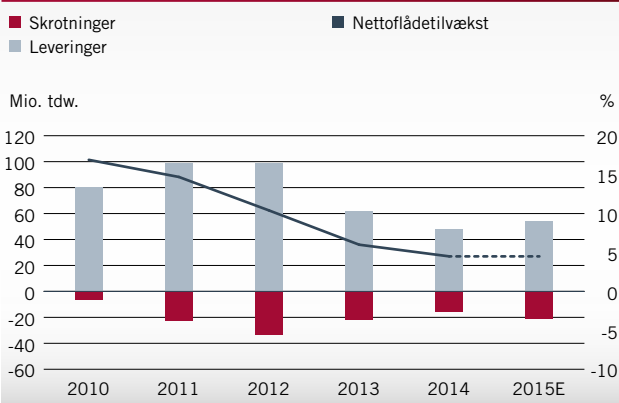
Jernmalimporten til Kina er igennem flere år vokset hurtigere end stålproduktionen ved, at de udenlandske jernmalmproducenter har vundet markedsandele på det kinesiske marked. Selvom udbuddet af jernmalm i Australien og Brasilien fortsætter med at stige i 2015, ventes det dog, at stigningen i den kinesiske import aftager og i højere grad vil følge stålproduktionen, efterhånden som yderligere neddrøsling af kinesisk egenproduktion mindskes.

NORDEN forventer, at transport af bauxit og nikkel vil bidrage positivt til efterspørgselsvæksten i 2015 i forhold til 2014, men stadig ikke nå niveauerne fra 2013. Filippinerne er det eneste land, som kan erstatte nikkel-eksporten fra Indonesien, mens bauxit skal importeres fra bl.a. Australien og Brasilien, hvilket vil øge gennemsnitsdistancen i forhold til tidligere.

Nettoflådetilvæksten for 2015 forventes i niveauet 4-5%. Selvom ordrebogen for 2015 udgør 11% af flåden, forventer NORDEN, at det dårlige marked vil øge både udskydelsen af nybygninger og sandsynligheden for afbestilling af skibe og forøget skrotning.

Til trods for at markedet i 2015 som udgangspunkt forventes at være dårligt, kan der i løbet af året være betydelige udsving. De væsentligste faktorer, der vil kunne overraske positivt, er stigende kinesisk kulimport eller bedre økonomisk vækst som følge af politiske tiltag og den lavere oliepris.

Vækst i den globale tørlastflåde



Kilder: Historisk: Clarksons. Fremadrettet: NORDEN

EN STIGNING PÅ BLOT 1% I DET KINESISKE KULFORBRUG SVARER SÅLEDES TIL EN STIGNING I DEN GLOBALE TØRLASTEFTERSPØRGSEL PÅ 1%, SÅFREMST STIGNINGEN DÆKKES AF IMPORT.

TØRLASTMARKEDET EFTER 2015

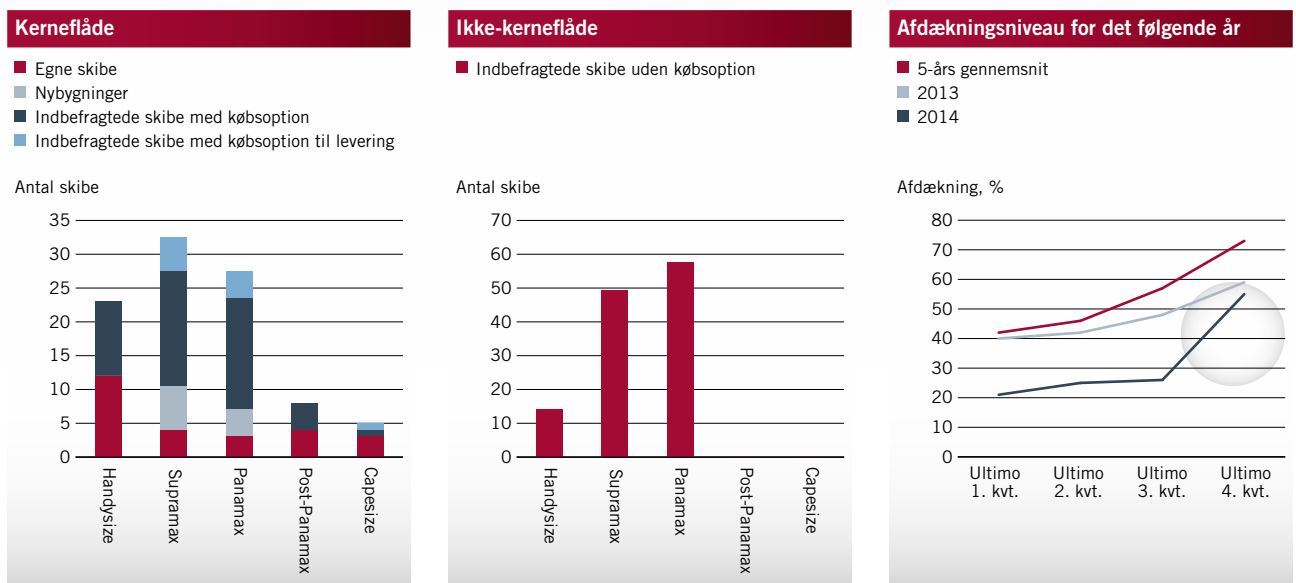
Overordnet set forventes de faldende råvarepriser på sigt at øge efterspørgslen efter transport. Tørlastmarkedet vil dog også fremadrettet være afhængigt af, hvordan Kina reagerer på den nuværende udvikling med lavere vækst og pres på den indenlandske produktion af råvarer. Indien ser ud til i stigende grad at skabe transportefterspørgsel, og det er ikke usandsynligt, at Indien inden for 1-2 år vil overgå Kina som verdens største importør af kul. De udfordrende markedsforhold de kommende år forventes at lægge en dæmper på kontraheringer. Ordrebogen kan således komme under 10% af flåden inden for 12-15 måneder, hvilket ville være første gang siden slutningen af 2002.

NORDENS POSITIONERING

NORDEN har haft et intenst fokus på at øge afdækningsprocenten for det kommende år markant gennem 4. kvartal. Afdækningsprocenten for 2015 er således steget fra 26% ved udgangen af 3. kvartal til 55% ved slutningen af året. NORDEN har traditionelt altid øget dækningen for det kommende år mest i 4. kvartal, da en større del af kontrakterne i markedet bliver genforhandlet i dette kvartal, men i år er stigningen højere end tidligere. Dette skyldes udsigterne til et særdeles udfordrende marked i 2015 og en strategisk beslutning om i højere grad at operere en mere balanceret bog i Supramax og Panamax.

En stor del af øgningen i afdækningen blev foretaget i begyndelsen af 4. kvartal og er sket til bedre rater end den nuværende forwardkurve for 2015. De opnåelige afdækningsrater for 2015 er primo året på niveauer, der ligger tæt på spotmarkedet, og yderligere dækning vil kun i begrænset omfang være til attraktive niveauer.

Mulighederne for at søge afdækning i form af lastekontrakter er samtidig mindsket i den senere tid, da der hos kunderne også hersker tvivl om, hvilke mængder der skal transporteres i den kommende tid. Med de meget lave råvarepriser er store dele af produktionen under pres, hvilket skaber usikkerhed om, hvor meget der kan produceres og dermed fragtes.



NORDENS nybygningsprogram i Tørlast er koncentreret om skibstyperne Supramax og Panamax, hvor NORDEN med henholdsvis 70 og 77 aktive skibe i forvejen er blandt de største operatører i verden.

Afdækningen for 2015 blev øget markant i 4. kvartal 2014, hvor den steg fra 26% til 55%.



TANK

ET MEGET STÆRKT 4. KVARTAL I 2014 RETTEDE OP PÅ DE FOREGÅENDE 3 KVARTALERS TANKMARKED, DER VAR PRÆGET AF EN LAVERE EFTERSPØRGSEL END FORVENTET. ANFØRT AF OLIEPRISER, DER INDEN FOR FÅ MÅNEDER BLEV HALVERET, STEG AKTIVITETEN, EFTERSPØRGSLEN OG DERMED RATERNE KRAFTIGT MOD SLUTNINGEN AF ÅRET. NORDENS TANKAFDELING VAR GODT POSITIONERET TIL AT DRAGE FORDEL AF DETTE MARKED OG LEVEREDE DET BEDSTE RESULTAT SIDEN 2008.



EBITDA

USD mio.

44 ↑13%

TANK

NORDEN

- BEDSTE DRIFTSRESULTAT SIDEN 2008
- GODT POSITIONERET TIL STÆRKT 4. KVARTAL
- INDSEJLING OVER 1-ÅRIGE T/C-RATER

MARKEDET

- 3 KVARTALER MED LAVERE EFTERSPØRGSEL END FORVENTET
- KRAFTIGT FALD I OLIEPRISER GAV STÆRK AFSLUTNING PÅ ÅRET
- GLOBAL RAFFINADERIKAPACITET ØGET

NORDENs resultater

NORDENs Tankafdeling sluttede 2014 med et resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA) på USD 44 mio. og lå dermed i den høje ende af seneste udmeldte forventninger om et årsresultat mellem USD 15-45 mio. I forhold til resultatet for 2013 på USD 39 mio. var der tale om en stigning på 13%. Det positive resultat er i høj grad en konsekvens af de forbedrede markedsvilkår i 4. kvartal.

Resultatet af Tankafdelingens primære drift (EBIT) var positivt med et resultat på USD 13 mio. – en forbedring i forhold til 2013 hvor resultatet blev USD 8 mio., hvilket på det tidspunkt var det bedste resultat siden finanskrisens begyndelse i 2008.

Året blev indledt med en afdækning på 24% – hvilket var omtrent samme niveau som i 2013. NORDENs indsejling i Handy-size og MR lå 6% over den 1-årige T/C-rate.

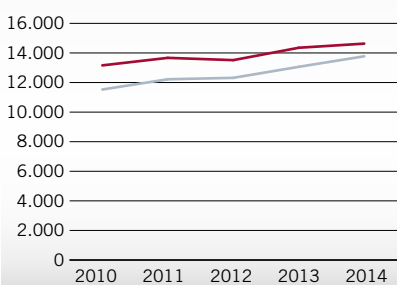
NORDENs forretning

NORDENs samlede flådestørrelse inden for produkttank varetages af NORDENs Tankafdeling. Den daglige befragtning og operation af NORDENs produkttankskibe varetages i den 10 år gamle produkttankpool Norient Product Pool (NPP), der drives sammen med rederiet Interorient Navigation Company (INC). NORDEN ejer 50% af NPP, der håndterer NORDENs i alt 46 egne og indbefragtede produkttankskibe – fordelt på 19 Handy-size og 27 MR skibe. Med en total NPP-flåde på 84 skibe er poolen en af verdens største kommercielle operatører inden for produkttank. Skibene transporterer primært clean petroleum products (CPP) som f.eks. diesel, benzin, nafta og flybrændstof, men beskæftiger sig også med dirty petroleum products (DPP) hovedsageligt i form af fuelolie.

Udviklingen i 1-årige T/C-rater

■ MR
■ Handy-size

USD pr. dag

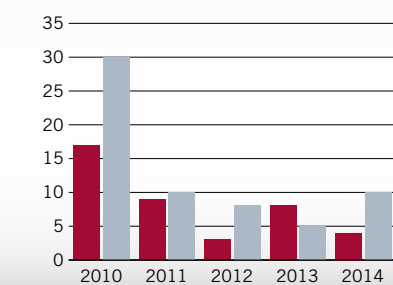


Kilde: Clarksons

NORDEN T/C i forhold til 1-årig T/C

■ MR
■ Handy-size

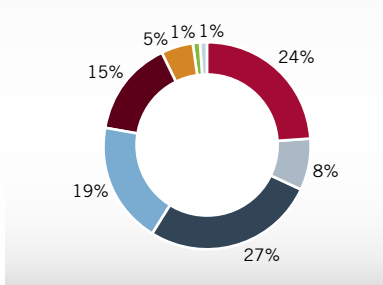
%



Kilde: Clarksons

NPP transporter

■ Fuelolie
■ Benzin
■ Andet
■ Andet DPP
■ Nafta
■ Gasolie/diesel
■ Flybrændstof
■ Vegetabilsk olie



Hoved- og nøgletal

USD mio.	2012 Total	2013 Total	2014				2014 Total
			1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	
Omsætning	400	380	94	87	99	157	437
EBITDA	28	39	10	1	8	25	44
Salgsavancer skibe m.v.	2	2	0	0	0	0	0
EBIT	-44	8	4	-6	-2	17	13
Langfristede aktiver	490	560	555	575	595	589	589
EBITDA-margin, %	7%	10%	11%	1%	8%	16%	10%
EBIT-margin, %	-11%	2%	4%	-7%	-2%	11%	3%
Totalt antal skibsdage	15.598	15.370	4.065	4.232	4.333	4.317	16.947

Beskæftigelse og rater, Tank, 2014

Skibstype		1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.	2014	1-årig T/C (USD pr. dag)*	NORDEN vs. 1-årig T/C
	T/C (USD pr. dag)	14.290	12.865	14.456	19.162	15.180		
Handysize	Skibsdage	1.620	1.642	1.773	1.798	6.833	13.774	+10%
	T/C (USD pr. dag)	15.907	12.727	14.517	17.163	15.113		
Total**	Skibsdage	4.065	4.233	4.333	4.317	16.948	14.285	+6%
	T/C (USD pr. dag)	14.934	12.811	14.481	18.329	15.153		

* Kilde: Clarksons

** Vægtet gennemsnit

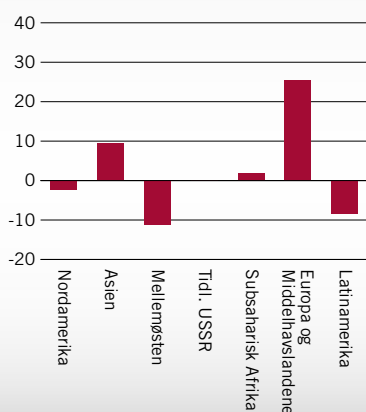
NORDEN-T/C er bruttobeløb for at gøre tallet sammenligneligt med markeds-T/C. En standard mæglerkommission på 2,5% er brugt i Tanksegmentet. Ydermere er pool-administrationsbidraget tillagt.

Lastmængden var i 2014 fordelt på 2/3 CPP og knap 1/3 DPP. CPP i form af gasolie/diesel, nafta og benzin udgjorde 60% af den samlede last og blev primært transporteret fra Nordamerika til Sydamerika og Europa – benzin dog fortsat primært fra Europa til Nordamerika.

For DPP udgjorde fuelolie størstedelen af den totale transporterede mængde med 25%. Størsteparten af fuelolien blev afskibet fra Østersøen og Sortehavet til Nord- og Sydeuropa.

Ændringer i CPP-import 2014-16

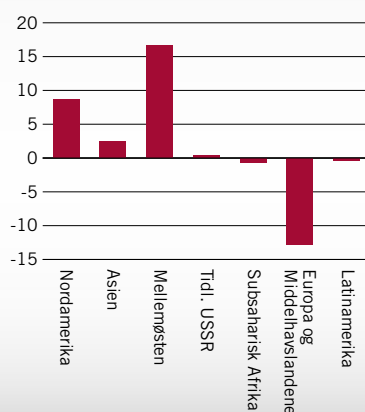
Mio. tons om året



Kilde: Wood Mackenzie

Ændringer i CPP-eksport 2014-16

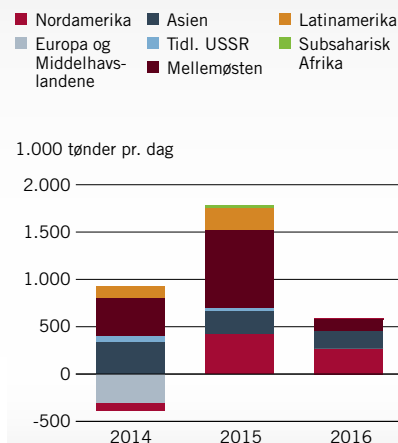
Mio. tons om året



Kilde: Wood Mackenzie

Årlige ændringer i raffinaderikapacitet

1.000 tønder pr. dag



Kilde: Wood Mackenzie

TANKMARKEDET 2014

I kølvandet på den positive udvikling i 2013 blev året indledt med forventninger om en fortsat gradvis bedring af markedsvilkårene. Forventningerne var bl.a. baseret på udsigterne til øget eksport fra Mellemøsten og USA, som konsekvens af igangværende og planlagte udbygninger af regionernes raffinaderikapacitet. Det var også forventet, at tiltagende konkurrencepres i raffinaderisektoren ville bidrage til øget handel i form af stigende import af især diesel til Europa.

Den strukturelle udvikling i raffinaderisektoren blev overordnet set som forventet, men udviklingen i efterspørgslen var dog ikke stærk nok til at opveje en ellers lav flådetilvækst. Markedet for blev derfor forholdsvist fladt de første tre kvartaler.

Den manglende efterspørgselsvækst skyldtes bl.a. europæiske og amerikanske vejrforhold i 1. kvartal. Det varme vejr i Europa reducerede importbehovet for diesel, og usædvanligt koldt vejr i USA medførte øget indenlandsk forbrug af egne raffinerede olieprodukter. Vejret i USA medførte bl.a. et fald i det sædvanlige sæsonbehov for MR-skibe til amerikansk eksport.

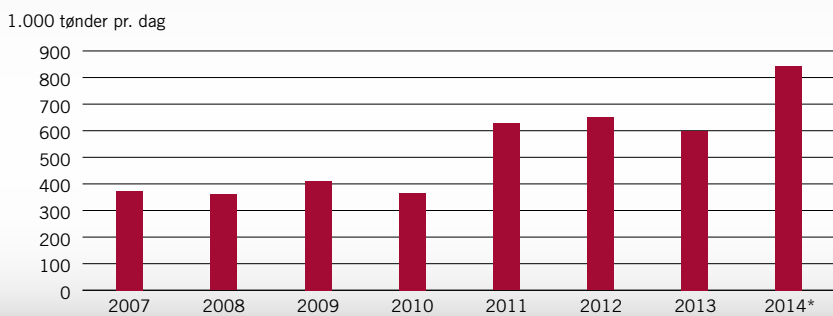
2. kvartal blev ramt af unormal høj raffinaderivedlighedsgrad – særligt i USA – hvilket pressede raterne i forhold til 2013. Det nyåbnede saudiarabiske Jubail raffinaderi – med en kapacitet på 400.000 tønder pr. dag – var længere tid end forventet om at øge produktionen til fuld kapacitetsudnyttelse. Dette satte en dæmper for den ellers ventede vækst i efterspørgsel fra Mellemøsten i 1. halvår.

Fra slutningen af 3. kvartal oplevede markedet en markant øget efterspørgsel i takt med de faldende oliepriser. Spotraterne steg kraftigt i 4. kvartal, og markedsforbedringen var bredt funderet med stærk aktivitet i de fleste regioner og for alle skibstyper samtidigt. Dette gjorde, at det opadgående pres på raterne blev markant og holdt året ud og ind i begyndelsen af 2015.

Stigningen i efterspørgslen sidst på året skyldtes ikke blot, at raffinaderikapaciteten i særligt USA og Mellemøsten kom op på fuld styrke. Efterspørgslen blev forstærket af det kraftige fald i oliepriserne, der blev indledt i 2. halvår af 2014. Dette prisfald medførte betydelig øget aktivitet i oliehandlernes arbitragehandel samt lageropbygninger. Den generelt øgede handelsaktivitet

SPOTRATERNE STEG KRAFTIGT I 4. KVARTAL, OG MARKEDSFORBEDRINGEN VAR BREDT FUNDERET MED STÆRK AKTIVITET I DE FLESTE REGIONER OG FOR ALLE SKIBSTYPER SAMTIDIGT.

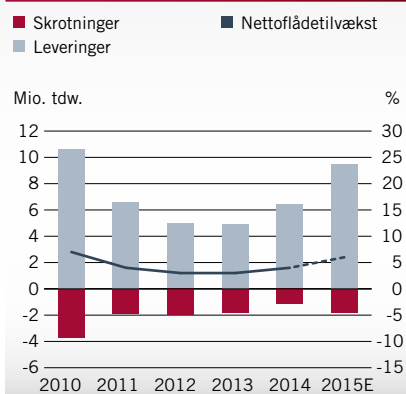
Saudi-arabisk CPP-eksport 2007-14



Kilde: Joint Organisations Data Initiative

* 2014 YTD november

Vækst i den globale produktflåde



Kilder: Historisk: SSY. Fremadrettet: NORDEN

medførte øget transportbehov inden for alle skibstyper fra Handysize til VLCC og inden for såvel råolie som raffineret olie. Markedet reagerede hurtigt på den øgede aktivitet, og raterne steg på kort tid til det højeste niveau siden 2008.

Hertil kom forstyrrelser i markedet i form af uforudsete nedbrud på Venezuelas raffinaderier Amuay (635.000 tønner pr. dag) og Cardon (305.000 tønner pr. dag), hvilket medførte underskud i landets raffinerede beholdninger – særligt for benzin. Dette underskud blev opvejet af øget import fra USA og Europa.

Produkttankmarkedet oplevede i 2014 en flådetilvækst på lidt over 4%, hvilket var en anelse højere end 2013, hvor flåden voksede med knap 3%. Flådetilvæksten var dog fortsat væsentligt under de seneste 10 års gennemsnitlige vækst på 9% p.a.

Udbudssiden var også i 2014 præget af det flådesegment-skifte, der foregik i 2013, hvor flere LR1- og LR2-skibe skiftede fra transport af råolie til transport af raffinerede olieprodukter. Ultimo 2014 var omtrent 60-65% af LR1- og LR2-flåden dedikeret til CPP (kilder: Clarksons og ACM).

TANKMARKEDET 2015

Tankmarkedet forventes samlet set at blive på niveau med 2014. De høje rater fra slutningen af 2014 er fortsat ind i de første måneder af 2015. Raterne forventes dog at sætte sig i takt med vækst i nybygningsleverancerne. Den strukturelle ændring i verdens raffinaderikapacitet forventes fortsat at skabe øget efterspørgsel efter transport med produkt-tankskibe. Asien og Mellemøsten udbygger i disse år raffinaderikapaciteten med nye, højeffektive raffinaderier, der forventes i stadig stigende grad at sætte mindre effektive raffinaderier i Europa, Japan og Australien under pres.

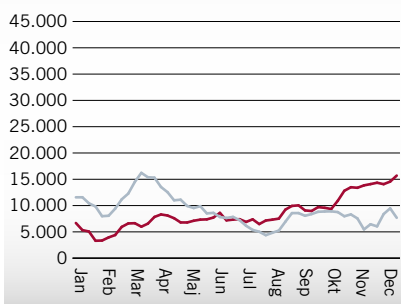
I Mellemøsten udvides kapaciteten i 2015 på Yanbu-raffinaderiet (Saudi Arabien) og Ruwais-raffinaderiet (Forenede Arabiske Emirater), og samlet set forventes det, at kapaciteten i regionen øges med op til 800.000 tønner om dagen i løbet af 2015. Udvidelserne vil ikke blot dække indenlandsk behov efter raffinerede olieprodukter, men også medføre øget behov for transport af disse til eksport.

Udviklingen med stigende transport af raffinerede olieprodukter frem for råolie sker også i Asien. I Indien færdiggøres ny raffinaderikapacitet, der ligesom de nye raffinaderier i Mellemøsten vil kunne producere produkter konkurrencedygtigt. Den amerikanske eksport af raffinerede produkter forventes ligeledes at stige i 2015 på basis af en række mindre udvidelser af allerede eksisterende raffinaderikapacitet. Stigningen vil dog formentlig blive lavere end tidligere år.

MR-spotrater EAST CPP

■ 2014
■ 2013

USD pr. dag

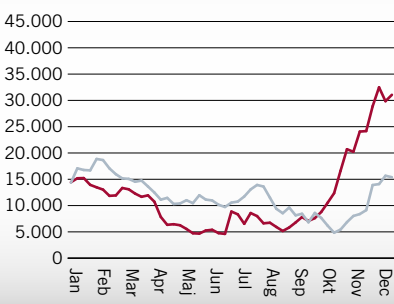


Kilde: ACM

MR-spotrater WEST CPP

■ 2014
■ 2013

USD pr. dag

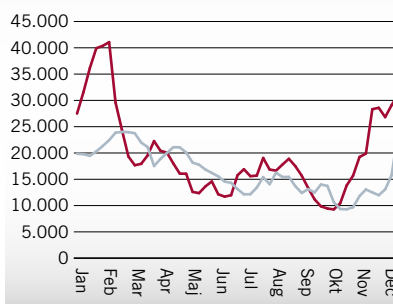


Kilde: ACM

MR-spotrater DPP

■ 2014
■ 2013

USD pr. dag



Kilde: ACM

Stigningen i efterspørgslen sidst på året skyldtes ikke blot, at raffinaderikapaciteten i særligt USA og Mellemøsten kom op på fuld styrke. Efterspørgslen blev også forstærket af det kraftige fald i oliepriserne, der blev indledt i 2. halvår af 2014.

Volumenvækst i disse eksportcentre forventes at medføre, at en stadig større andel af efterspørgslen i Europa, Japan og Australien vil blive dækket af importerede produkter. Den forventede pæne vækst i efterspørgslen bliver imidlertid opvejet af en tilsvarende stigning i verdensflåden. Som følge af de mange nybygninger, der blev bestilt i 2012-2013 vil væksten i udbuddet af skibe stige fra 2-3% i 2013/14 til omkring 5-6% i 2015.

Som markedet i 4. kvartal af 2014 og starten af 2015 har vist, er der dog en række faktorer udover den generelle stigning i olieforbruget og strukturelle ændringer i verdens raffinaderikapacitet, der kan give markedsraterne et løft. Samtidig vil et stærkt marked for råolie have en positiv indvirkning på produkttank. Udbudsvæksten af råolieskibe er yderst beskeden og lageropbygning på skibe kan optage store dele af flåden i længere tid, hvilket eksempelvis kan få LR1- og LR2-skibstyperne til at skifte fra produkttank til råolie. Samlet set ventes det, at disse effekter kan løfte efterspørgslen op omkring væksten i udbuddet.

TANKMARKEDET EFTER 2015

Efterspørgslen efter transport med produkttankskibe forventes at fortsætte med at stige støt i de kommende år drevet af udviklingen i den globale raffinaderisektor. De olieproducerende lande i især Mellemøsten har ambitioner om at kontrollere en større del af værdikæden, og skiftet fra transport af råolie til raffinerede produkter vil fortsætte. Presset på den europæiske raffinaderisektor vil således løbende øges og medføre flere nedlukninger, hvilket vil resultere i stigende import af raffinerede produkter.

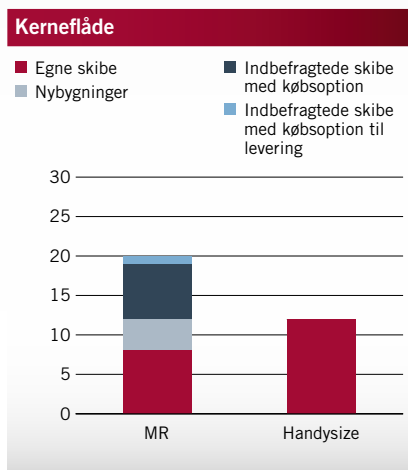
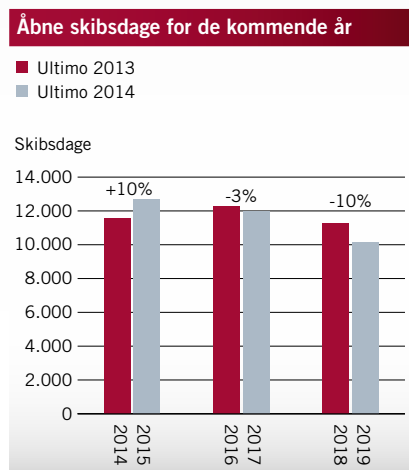
Den amerikanske produktion af skiferolie har igennem flere år drevet en stærk stigning i eksporten af raffinerede produkter, hvilket har medført øget aktivitet inden for produkt-tank. Hvis olieprisen forbliver lav, vil dette dog formentlig lægge en dæmper på yderligere vækst i udvindingen af skiferolie, men et egentligt fald i produktionen forventes ikke.

Det afgørende for udviklingen i raterne vil være antallet af kontraheringer af nybygninger. Der er fortsat værftskapacitet, og perioder med bedre rater og øget optimisme forventes at kunne føre til flere ordrer.

Markedet forventes generelt at fortsætte den gradvise forbedring, der begyndte i 2014, men med store udsving i visse perioder.

NORDENS POSITIONERING

NORDEN gik ind i 2015 med 18% afdækning og dermed 12.689 åbne skibsdage, hvilket er 10% flere end ved indgangen til 2014. Dækningen for 2015 er blevet søgt øget gennem 4. kvartal 2014, men den 1-årige T/C-rate, der kunne afdækkes til, fulgte ikke med spotraterne op. Rederiet har vurderet den højere indtjening, der har kunnet opnås i spotmarkedet omkring årsskiftet, mere attraktiv end længerevarende beskæftigelse til lavere rater.



BRÆNDSTOFFEFFEKTIVITET

- BRÆNDSTOF FORTSAT STØRSTE ENKELTOMKOSTNING
- OPTIMERING AF EKSISTERENDE FLÅDE
- ØGET FOKUS PÅ RENSNING AF SKROG OG PROPELLER

Til trods for det markante prislejlfald på olie i løbet af 2. halvår 2014 udgør brændstof fortsat den største enkeltomkostning i forbindelse med skibenes rejser. I 2014 brugte Rederiet i alt USD 581 mio. på bunker. NORDEN har gennem flere år intensiveret indsatsen for at forbedre brændstoffeffektiviteten i flåden. Det er sket både med kontrahering af stadig mere brændstoffeffektive skibe – såkaldte eco-skibe – samt optimering af den eksisterende flåde. NORDENs aktive flåde blev suppleret af yderligere 2 eco-tankskibe i løbet af 2014, og NORDEN har også med disse kunnet konstatere, at de leverer den forventede forbedring på brændstoffeffektivitet. I forhold til gennemsnittet af den opererede tankflåde sparer de nye skibe således ved levering op til 25% brændstof. Næste generation af eco-skibe forventes at have yderligere om end mindre effektivitetsgevinster.

Brændstoffeffektivisering af eksisterende flåde

NORDEN har i løbet af året yderligere systematiseret og forstærket indsatsen for brændstofbesparende initiativer på eksisterende skibe. I 2014 har der været særligt fokus på såkaldt in-water hull cleaning, der fjerner begroning fra skibenes skrog, friktionsoptimeret bundmaling og polering af propeller. Initiativerne sparer ikke blot omkostninger, men mindsker også miljøpåvirkningen ved skibsfart og har betydet, at NORDENs kerneflåde i 2014 har opnået en 2,5% forbedring af brændstoffeffektiviteten.

Daglige forbrugsrapporter

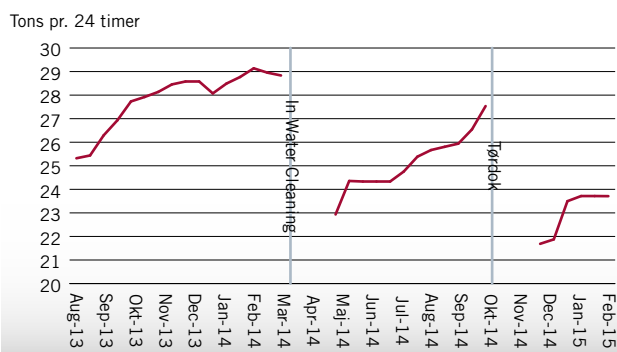
Den konkrete brændstofbesparelse sikres ligeledes gennem omtanke og fokus i den daglige drift. Rederiets Fuel Efficiency Team indsamler daglige forbrugsrapporter fra alle skibe, der opereres af NORDEN. Teamet har udarbejdet modeller, der muliggør hurtig beregning af forventet forbrug på en rejse eller udbefragtning, når der blandt andet tages højde for dybgang og vejr. Dermed optimerer man ikke blot skibenes forbrug, men giver samtidig befragterne et mere præcist billede af omkostninger, før der afgives tilbud.

Samtidig har Rederiet bibeholdt fokus på right steaming, der indebærer, at der altid sejles med den optimale fart i forhold til omstændighederne – dvs. tid i forhold til markedsniveau og omkostninger. I en tid med faldende bunkerpriser kan det betyde, at skibene sejler lidt hurtigere og dermed forbrænder mere bunker, men at dette opvejes af gevinsten ved at nå hurtigere frem til næste last.

Tiltag i 2015

Rederiet vil i 2015 fortsætte fokus på rettidig rensning af skrog og propeller, da det nedsætter friktionen markant. Dette fokus indebærer analyse af forskellige leverandørers kvalitet inden for disse felter med henblik på udvælgelse af bedste samarbejdspartnere. Derudover vil der også være fokus på skibenes energiforbrug til andet end fremdrift. Det drejer sig konkret om hensigtsmæssig anvendelse af hjælpemotorerne, der kan hjælpes på vej med øget opmærksomhed ombord. I løbet af året vil der blive arbejdet med endnu tættere opfølgning og overvågning af operationelle forhold såsom hastighed og trim.

Hovedmotorforbrug



Rensning af skrog og propeller sænker skibenes brændstofforbrug markant.

Definition på eco-skib

NORDEN har valgt at definere eco-skibe ud fra internationalt vedtagne kriterier i forhold til et af IMO fastsat Energy Efficiency Design Index (EEDI) for skibe. EEDI bygger på et referencepunkt for brændstoffeffektiviteten for forskellige skibstyper og inkluderer trinvisse forbedringer i forhold til dette referencepunkt. NORDEN betegner skibe, der lever op til 2. fase af EEDI-implementeringen som eco-skibe. 2. fase gælder globalt for alle nybygninger fra år 2020 og indebærer mindst 20% højere brændstoffeffektivitet end IMO's referencepunkt.

ORGANISATION

- FREMTIDSSIKRING AF TEKNISK AFDELING
- NYT DATTERSELSKAB I AUSTRALIEN
- ORGANISATORISK ÆNDRING I TØRLAST

Rederiet benyttede 2014 til grundigt at analysere arbejdsgange, udfordringer og fremtiden for Teknisk Afdeling, der står for drift og bemanning af NORDENs skibe. Det gamle set-up var presset af øget aktivitet i kraft af flere egne skibe, øget kompleksitet fra lovkrav samt øgede krav fra kunderne m.v.

På baggrund af over 60 interviews med besætningsmedlemmer, øvrige ansatte, kunder og de selskaber, som har NORDEN-skibe i ekstern teknisk management, blev Teknisk Afdeling reorganiseret og fremtidssikret med fokus på tættere samarbejde internt i afdelingen og med de kommercielle afdelinger, succesfuld personalehåndtering af søfarende samt bedre udnyttelse af viden og ressourcer.

4 skibsgrupper

Som et led i reorganiseringen er der etableret 4 skibsgrupper, der hver især har ansvaret for den tekniske operation af skibene. Besætningerne skal nu kun kontakte én instans på hovedkontoret uanset hvilket emne, der er tale om. Tørlastskibene er alle placeret i den samme skibsgruppe, tankskibene er fordelt på 2 grupper, mens skibene i ekstern teknisk drift er placeret i en 4. gruppe.

Oprettelsen af skibsgrupperne har også medført større integration af skibene i den daglige drift, idet en række rapporteringer nu foregår direkte på skibene frem for på kontorerne. Dette

er blandt andet muliggjort af bedre IT-forbindelser. Til at styrke kommunikationen mellem land og sø er der etableret en funktion, som alene skal varetage den operationsmæssige dialog med Rederiets tankskibskunder. Dermed sikres konsistens i budskaber til alle kunder.

Omkostninger

Analysen af Teknisk Afdeling sammenlignede også omkostningerne i forhold til konkurrenter og viste, at det vil være muligt at spare omkostninger uden at forringe sikkerhed eller kvalitet. Som konsekvens er der iværksat yderligere tiltag med henblik på at effektivisere og nedbringe omkostningsbasen blandt andet ved at gennemgå kontrakter med eksterne leverandører samt generel øget effektivitet og omkostningsbevidsthed i hele organisationen. Målet er inden for 3 år at have reduceret skibenes rejserelaterede omkostninger med 3-4%.

Nyt kontor i Australien

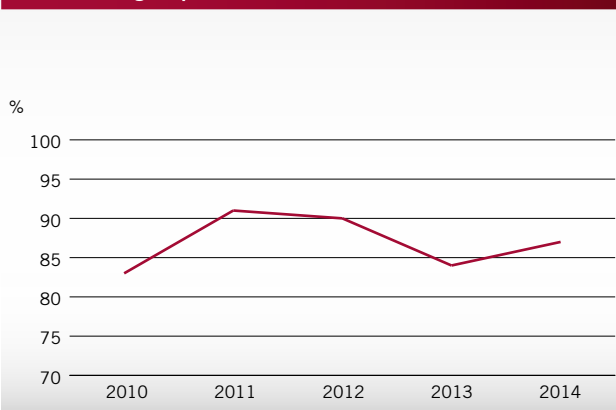
NORDEN udvidede i løbet af 2014 sin globale rækkevidde med oprettelsen af et datterselskab i Australien, som i begyndelsen af 2015 åbnede kontor på kontinentet. Kontoret, der organisatorisk refererer til NORDENs afdeling i Singapore, vil sikre, at NORDEN kommer endnu tættere på de vigtige australske kunder og dermed få mulighed for mere forretning både hvad angår laster til og fra kontinentet.

Fastholdelsesgrad på 87%

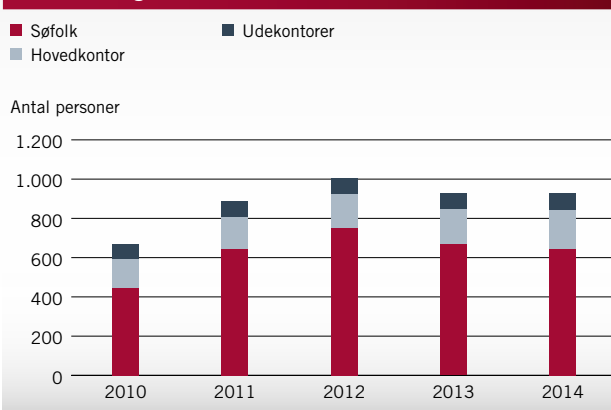
Antallet af NORDEN-medarbejdere på land steg i 2014 til 305 i forhold til 280 ved udgangen af 2013. Fastholdelsesgraden lå på 87%, hvilket fortsat er under Rederiets målsætning om 90%, men graden var i 2014 blandt andet influeret af reorganiseringen af Teknisk Afdeling og et øget indtag af trainees.

I produkttankpoolen Norient Product Pool steg antallet af medarbejdere med 5 til 57 i 2014.

Fastholdelsesgrad på land



Gennemsnitligt antal NORDEN-ansatte





NORDEN UDVIDEDE I LØBET AF 2014 SIN GLOBALE RÆKKEVIDDE MED OPRETTELSEN AF NYT KONTOR I AUSTRALIENS SHIPPINGHOVEDSTAD, MELBOURNE. DERMED KOMMER NORDEN ENDNU TÆTTERE PÅ DET VIGTIGE AUSTRALSKE MARKED. KONTORET BLEV OPERATIONELT I BEGYNDELSEN AF 2015.



Høj fastholdelse blandt sejlene

Ved udgangen af året havde Rederiet 673 officerer og søfolk ansat. 118 af disse var direkte ansat af Rederiet (danske officerer og kadetter), mens de øvrige er skibsansatte på kontrakt. Antallet af officerer og søfolk er i 2014 faldet fra 884 til 673, hvilket primært skyldes en ændret opgørelsesmetode.

Ud over de ombordværende kontraktansatte er der i Indien og Filippinerne søfolk, som alene mønstres til NORDENs skibe og som ifølge lokale aftaler først får en ansættelseskontrakt, når de påmønstrer et skib. Ansættelsen af disse søfolk håndteres af dedikerede NORDEN-teams på rekrutteringskontorer i Manila og Mumbai. Fastholdelsesgraden som opgjort efter INTERTANKOs standard har ligget på tilfredsstillende 96% i 2014 for denne gruppe.

Uddannelse

I august påbegyndte 14 unge deres uddannelse som trainees – 13 shipping trainees og 1 finance trainee. Det bragte det samlede antal trainees i Rederiet op på 20. 10 trainees afsluttede i løbet af året deres uddannelse, og 9 af disse blev efterfølgende ansat i Rederiet – heraf 4 med udstationeringer på NORDENs oversøiske kontorer. Derudover har Rederiet i løbet af året ansat 13 aspiranter fra Svendborg International Maritime Academy (SIMAC), Marstal Navigationsskole (MARNNAV) og Danmarks maskinmesterskoler. NORDEN har dermed ved årets udgang i alt 42 aspiranter fra danske uddannelsesinstitutioner og 38 filippinske aspiranter under uddannelse.

Der blev gennemført 2 Officer Seminars i Danmark, 2 på Filippinerne og 2 i Indien. På disse seminarer samles flådens officerer fysisk til efteruddannelse og kompetenceudvikling.

Systemer

Et væsentligt værktøj til sikring af optimal vedligeholdelse af skibene er systemet Consultas, der håndterer data om planlagte vedligehold, vætning, inspektioner, performance og indkøb til og på skibene. I løbet af 2014 blev systemet opdateret og implementeret på kontorerne og ombord på de 32 skibe, der drives af NORDENs Tekniske Afdeling.

Rederiets IT-afdeling har i løbet af året etableret et Vessel IT support team, der bistår skibene og om nødvendigt med kort varsel kan rejse ud og sikre velkørende IT systemer. Skibene har fået optimerede internetforbindelser, så alle NORDENs skibe i dag råder over op til 2Mbit/s forbindelser afhængig af position og vejr.

Ud over at sikre hurtig og smidig udveksling af forretningskritisk information udgør de forbedrede internetforbindelser også et væsentligt element i forbindelse med at tiltrække og fastholde kvalificeret personale, der således har forbedrede muligheder for at holde kontakt til familie og venner.

Tiltag i 2015

Tørlastafdelingen gennemførte i januar 2015 en organisationsændring, der strømliner forretningsgange og sikrer, at NORDEN udnytter fleksibiliteten og synergien, der følger af en stor flåde, bedre. Ændringen betyder blandt andet, at de hidtidige 5 befragtningsafdelinger samles i 2 med ansvar for hhv. de mindre skibe, Handysize og Supramax, og de større skibe Panamax, Post-Panamax og Capesize.

Kontoret i Melbourne, Australien, blev operativt primo 2015. I januar indledte NORDEN rekrutteringen af nye trainees. Rederiet forventer at ansætte i alt 6 nye trainees – heraf som noget nyt 2 technical trainees, der bliver uddannet i de tekniske aspekter af shipping.

Omkostningsfokus vil året igennem fortsat være højt prioriteret.

LEDELSESFORHOLD

Principper

NORDEN ledes med afsæt i Rederiets Vision, Mission og Værdier. Det ledelsesmæssige fokus er langsigtet, og målet er, at Rederiet udvikler sig til gavn for sine interessenter, og at NORDEN også i markeder med udsving får en fornuftig og rimelig forudsigelig indtjening inden for de risikorammer, bestyrelsen har udstukket (se bl.a. regnskabsnote 2 "Styring af risici").

NORDEN har en tostrengt ledelsesstruktur med en bestyrelse og en direktion (Executive Management). Der er intet personsammenfald mellem de 2 organer. 6 af bestyrelsens 9 medlemmer vælges af aktionærerne, 3 vælges af medarbejderne.

Bestyrelsen vedtager strategi, politikker, mål og budgetter. Desuden udstikker bestyrelsen rammer for risikostyring og kontrollerer den daglige ledelses arbejde, procedurer m.v. Bestyrelsen har en 1-årig bemyndigelse til at lade Rederiet købe egne aktier med en pålydende værdi på indtil 10% af aktiekapitalen.

Bestyrelsen ansætter Executive Management og fastlægger dens opgaver og vilkår. Medlemmerne af Executive Management står for den daglige ledelse, organisering og udvikling af NORDEN, styring af aktiver og passiver, regnskab og rapportering, ligesom Executive Management udarbejder strategioplæg og fører strategien ud i livet. Den løbende kontakt mellem bestyrelse og Executive Management varetages primært af formanden og den adm. direktør. Executive Management deltager fast i bestyrelsesmøderne og suppleres af andre ledere i strategimøder, og hvor det ellers måtte være relevant.

Bestyrelsens arbejde

I løbet af 2014 har der været afholdt 12 bestyrelsesmøder, hvoraf de 4 har været telefonmøder. Mødeprocenten har været 100% for de aktionærvælgte og 89% for de medarbejdervælgte. Hertil skal bemærkes, at medarbejdervælgte medlemmer omfatter sejlene personale, der kan være forhindret i at møde på grund af opgaver til søs.

Bestyrelsen sikrer med en arbejdskalender, at alle relevante emner bliver behandlet i årets løb, og at vigtige politikker, forretningsorden, interne regler m.v. drøftes mindst en gang årligt. Strategi og budgetter behandles første gang på et seminar i oktober/november, og den endelige vedtagelse sker på mødet i december.

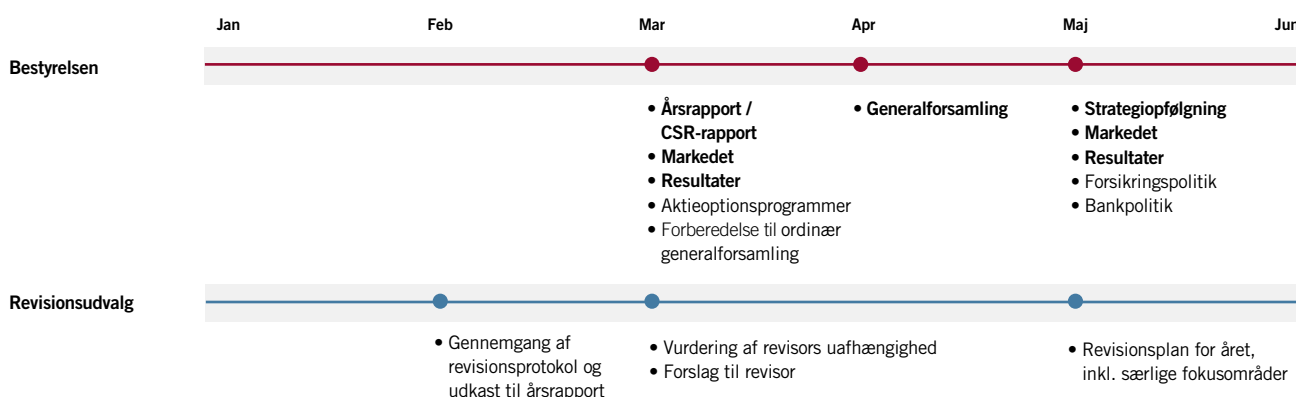
Bestyrelsen nedsatte i 2014 et revisionsudvalg bestående af Karsten Knudsen (formand), Klaus Nyborg og Alison Riegels. Udvalget har til opgave at overvåge regnskabsaflæggelse, transaktioner med nærtstående parter, kontrol- og risikostyringssystemer, revision m.v. Den lovpligtige redegørelse for kontrol og risikostyring i forbindelse med regnskabsaflæggelsen kan ses på www.ds-norden.com/investor/corporategovernance/riskmanagement/. Udvalget holdt i løbet af året 4 møder, hvor bl.a. Selskabets likviditet, skibsværdier og hensættelse til tabsgivende kontrakter har været diskuteret.

Bestyrelsen har et vederlagsudvalg, der skal overvåge udmøntningen af Rederiets vederlagspolitik (se side 39). Kommissariatet kan ses på hjemmesiden. Vederlagsudvalget består af Mogens Hugo (formand), Karsten Knudsen og Arvid Grundekjøn og har afholdt 2 møder i 2014.

Bestyrelsen har i 2014 også nedsat et nomineringsudvalg bestående af Mogens Hugo (formand), Karsten Knudsen og Klaus Nyborg. Udvalget har til opgave at beskrive de kvalifikationer, der kræves i bl.a. bestyrelsen og Executive Management og forestår en årlig vurdering af den kompetence, viden, struktur, resultater og erfaring, der findes i de 2 ledelsesorganer.

Derudover behandler udvalget forslag til kandidater til bestyrelsen og Executive Management. Rekrutteringen af ny adm. direktør til NORDEN har været et centralt punkt for udvalget i 2014 og givet anledning til et betydeligt antal møder. Nomineringsudvalgets kommissorium kan ses på Selskabets hjemmeside.

Bestyrelsens og revisionsudvalgets årskalender



Bestyrelsen har opstillet måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen og fået udarbejdet en politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn i virksomhedens øvrige ledelsesniveauer. Målet for andelen af aktionærvalgte kvinder i bestyrelsen er at fastholde en repræsentation på mindst 16% og tilstræbe at øge andelen til 33% inden 2017.

Bestyrelsens sammensætning

Bestyrelsens sammensætning har været uforandret i 2014, idet Erling Højsgaard og Arvid Grundekjøn blev genvalgt til bestyrelsen på generalforsamlingen.

For at bestyrelsen kan varetage sine ledelsesmæssige og strategiske opgaver og samtidig være en god sparringspartner for Executive Management er følgende kompetencer særligt relevante: indsigt i shipping (især tørlast og tank), ledelse, strategiudvikling, risikostyring, investeringer, finans/regnskab samt international erfaring. Bestyrelsen skønnes at have disse kompetencer.

Hvert medlem af bestyrelsen får et basishonorar, og formanden samt næstformanden får derudover et funktionstillæg. Det samlede årlige honorar til bestyrelsens 9 medlemmer er uændret i DKK svarende til USD 1,0 mio. Klaus Nyborg har derudover modtaget ekstraordinært honorar for sit arbejde som konstitueret adm. direktør i 2014.

2015

Bestyrelsen har planlagt 11 møder, heraf 4 telefonmøder op til års- og kvartalsrapporterne. Hertil kommer møder i formandskabet samt møder i udvalgene. Ligesom tidligere drøfter bestyrelsen strategi og budget på 2 møder sidst på året.

Honorarstrukturen vil blive ændret, så den i højere grad afspejler udvalgsarbejde. Det samlede vederlag til bestyrelsen vil blive reduceret som følge af ny honorarstruktur og 1 medlem færre.

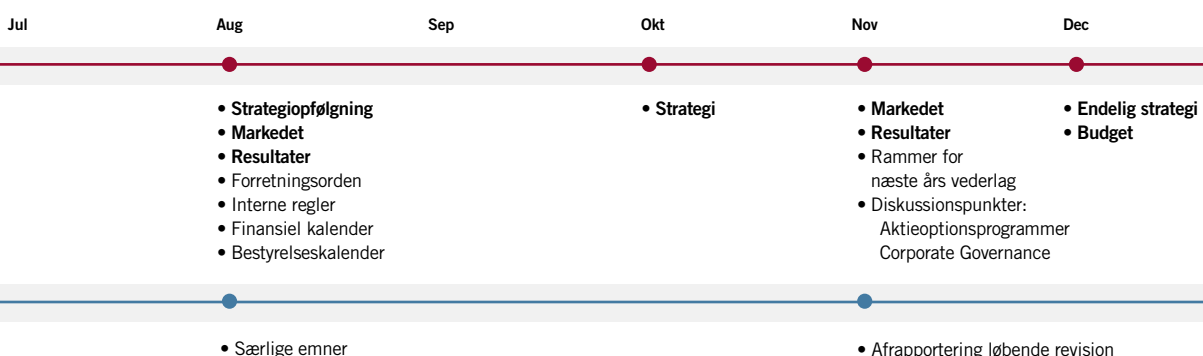
I løbet af foråret gennemføres valg af medarbejderrepræsentanter, og på generalforsamlingen 23. april foreslås Klaus Nyborg genvalgt til bestyrelsen.

GOD SELSKABSLEDELSE

Bestyrelsen har drøftet de opdaterede anbefalinger fra Komiteen for god Selskabsledelse. På www.ds-norden.com/investor/corporategovernance/corporategovernance/ kan ses en systematisk gennemgang af de 47 anbefalinger, som NORDEN i langt overvejende grad følger. På visse områder har Rederiet dog valgt en anden og for NORDEN bedre praksis. Det drejer sig om;

- generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, hvor NORDEN tillægger det afgørende betydning, at der er kontinuitet, hvorfor kun 2 af medlemmerne er på valg pr. år.
- vederlagspolitikken, der for medlemmer af Executive Management både omfatter bonusordninger med resultatkrav og diskretionær tildeling af kontantbonus på baggrund af bl.a. resultater, konkurrencemiljø, markedssituation og -udsigter samt personlig indsats.
- eventuel bonus, som i NORDEN er på årsbasis, da langsigtet fokus og værdiskabelse sikres dels ved kontinuerlig dialog om prioriteringer, indsatsområder og resultater og dels ved fastsættelse af relevante performance-kriterier i bonusaftalen.
- vederlag, hvor NORDEN offentliggør det samlede vederlag for hhv. bestyrelse og Executive Management, da det samlede vederlag og udviklingen heri vurderes at være det væsentlige for aktionærernes bedømmelse.

Efter 20 år som bestyrelsesmedlem og formand fratræder Mogens Hugo som følge af vedtægternes alderskrav. Hans formandstid har været kendetegnet af markant og visionær vækst med stærke finanser og sikring af NORDENS uafhængighed. I løbet af sine 2 årtier i spidsen for Rederiet har Mogens Hugo således været stærkt medvirkende til, at NORDEN konsoliderede sig i ét selskab, der voksede fra at operere 23 skibe og en omsætning på knap USD 90 mio. til at operere knap 250 skibe og en omsætning på USD 2,0 mia. Blandt resultaterne hører, at der sammenlagt er blevet udbetalt USD 897 mio. (DKK 4,9 mia.) til aktionærerne i Mogens Hugos formandstid, samtidig med at Rederiet har bibeholdt en betydelig finansiell styrke til gavn for aktionærerne.



BESTYRELSEN



Lars Enkegaard Biilmann var ikke tilstede ved fotografering pga. opgaver til søs.

1 Mogens Hugo

Direktør, født 1943, 71 år, m.

Bestyrelsesmedlem og formand siden 1995. Senest genvalgt i 2012. Valgperiode udløber i 2015. Andre ledelseshverv: Nordea-fonden (F), Nordea Bankfonden (F), Capidea Management ApS (F), Dan Technologies A/S (F), Fonden Tietgenkollegiet (F), H.C. Ørstedes Fond (BM), Twins ApS (BM), Ejendomsselskabet BROGADE 19, Køge (D) og HUGO INVEST 2 ApS (D). Relevante kompetencer: erfaring med operationel og strategisk ledelse af børsnoterede internationale koncerner, strategiudvikling, finans, risikostyring samt betydelig indsigt i shipping. Ikke uafhængig på grund af mangeårigt medlemskab af bestyrelsen. Antal aktier: 11.000 (uændret). Se s. 37.

2 Klaus Nyborg

Direktør, født 1963, 51 år, m.

Bestyrelsesmedlem siden 2012 og næstformand siden 2013. Valgperiode udløber i 2015. Andre ledelseshverv: A/S United Shipping & Trading Company (F), Omni Fondsmæglerelskab A/S (F), Bawat A/S (F), Ipsa Maritime Ltd. (F), Tysk Ejendomsselskab A/S (F), Bunker Holding A/S (NF), Uni-Tankers A/S (NF) og Karen og Poul F. Hansens Familiefond (BM). Relevante kompetencer: erfaring med ledelse af globale børsnoterede rederier, strategi, investering, køb og salg, finansielle forhold og risikostyring. Uafhængig. Antal aktier: 1.700 (uændret).

3 Alison J. F. Riegels

Direktør, født 1947, 67 år, k.

Bestyrelsesmedlem siden 1985. Senest genvalgt i 2013. Valgperiode udløber i 2016. Andre ledelseshverv: A/S Motortramp (D, BM), Stensbygaard Holding A/S (D, BM), Aktieselskabet af 18. maj 1956 (BM), Ejendomsselskabet Amaliegade 49 A/S (BM) og A/S Dampskibsselskabet Orients Fond (BM). Relevante kompetencer: generel ledelse, betydelig indsigt i shipping gennem et mangeårigt engagement i NORDEN og andre virksomheder. Ikke uafhængig på grund af tilknytning til storaktionær og mangeårigt medlemskab af bestyrelsen. Antal aktier: 3.100 (uændret).

4 Erling Højsgaard

Direktør, født 1945, 69 år, m.

Bestyrelsesmedlem siden 1989. Senest genvalgt i 2014. Valgperiode udløber i 2017. Andre ledelseshverv: Dubai Commercial Investment A/S (F), A/S Motortramp (NF), A/S Dampskibsselskabet Orients Fond (BM), A/S Bolig Snekkersten (BM), Marinest ApS (D) og Højsgaards Rederi ApS (D). Relevante kompetencer: generel ledelse og årelang erfaring med shipping, især tørlast, via drift af egne virksomheder og arbejdet i bl.a. NORDENs bestyrelse. Ikke uafhæn-

gig på grund af tilknytning til storaktionær og mangeårigt medlemskab af bestyrelsen. Antal aktier: 45.770 (uændret).

5 Karsten Knudsen

Direktør, født 1953, 61 år, m.

Bestyrelsesmedlem siden 2008. Senest genvalgt i 2013. Valgperiode udløber i 2016. Andre ledelseshverv: Nordic Trustee A/S (F) og Nordsøenheden (NF). Relevante kompetencer: generel ledelse og strategi, bred finansiell erfaring, som omfatter regnskab, investment banking og styring af finansielle risici, herunder kreditrisici. Uafhængig. Antal aktier: 800 (uændret).

6 Arvid Grundekjøn

Borgmester, direktør, født 1955, 59 år, m.

Bestyrelsesmedlem siden 2009. Senest genvalgt i 2014. Valgperiode udløber i 2017. Andre ledelseshverv: Creati Estate AS (F), Cardid AS (D, F), Citi Bank (Nordic Advisory BM), Sørlandets Kompetansefond (BM) og Trygve Tellefsens Legat (BM). Relevante kompetencer: generel ledelse, strategisk og operationel ledelse af internationale shippingkoncerner, strategi, finansielle forhold og jura. Uafhængig. Antal aktier: 5.000 (uændret).

7 Ole Clausen

Senior Claims Manager, født 1956, 58 år, m.

Bestyrelsesmedlem siden 2012. Valgperiode udløber i 2015. Medarbejdervalgt, dermed ikke uafhængig. Antal aktier: 1.149 (uændret).

8 Anne-Katrine Nedergaard

Marine HR Manager, født 1976, 38 år, k.

Bestyrelsesmedlem siden 2013. Valgperiode udløber i 2015. Medarbejdervalgt, dermed ikke uafhængig. Antal aktier: 1.303 (uændret).

Lars Enkegaard Biilmann

Kaptajn, født 1964, 50 år, m.

Bestyrelsesmedlem siden 2013. Valgperiode udløber i 2015. Medarbejdervalgt, dermed ikke uafhængig. Antal aktier: 723 (uændret).

F: Formand. NF: Næstformand. BM: Bestyrelsesmedlem. D: Direktør. Alder, ledelseshverv og aktiebesiddelse er opgjort pr. 31. december 2014. Ledelseshverv er opgjort uden poster i NORDEN-koncernen.

Ud over de aktier, Alison J. F. Riegels og Erling Højsgaard ejer personligt eller via nærtstående, er begge tilknyttet A/S Motortramp, som ejer 11.851.240 aktier i NORDEN.

LEDELSEN

Den daglige ledelse af Rederiet er opdelt i 3 ledelseslag: Executive Management (direktion), Senior Management og Group Management.

Carsten Mortensen forlod i juni efter eget ønske stillingen som adm. direktør, og Executive Management blev som konsekvens ændret, så den, indtil Jan Rindbo tiltræder som adm. direktør i forsommeren 2015, består af finansdirektør Michael Tønnes Jørgensen, koncerndirektør og leder af Tørlastafdelingen Ejner Bonderup, koncerndirektør og leder af Tankafdelingen Lars Bagge Christensen og koncerndirektør og leder af Corporate Secretariat Martin Badsted. Næstformand i bestyrelsen, Klaus Nyborg, er indtrådt som konstitueret adm. direktør i overgangsfasen uden at være anmeldt til Erhvervsstyrelsen og dermed have tegningsret som adm. direktør eller være en del af Executive Management.

Executive Management udgør sammen med Rederiets Senior Vice Presidents NORDENs Senior Management. Senior Management blev ændret i løbet af året, idet Asger Lauritsen tiltrådte som leder af Teknisk Afdeling og afløste Lars Lundegaard, der fortsatte sit virke for NORDEN som havnekaptajn på Svalbard. Der var i 2014 ikke ændringer blandt Rederiets 10 Vice Presidents, som sammen med Senior Management udgør Group Management.

Vederlagspolitik

Formålet med NORDENs vederlagspolitik er at kunne tiltrække og fastholde kvalificerede ledere og dermed sikre grundlaget for den langsigtede værdiskabelse til aktionærerne. Den gældende vederlagspolitik blev senest revideret og godkendt af generalforsamlingen i april 2014.

Bestyrelsen beslutter, hvordan vederlagspolitikken skal udformes. Det sker efter indstilling fra et vederlagsudvalg under

bestyrelsen, som påser, at vederlaget kan matche Rederiets behov, resultater og udfordringer. De udfordrende markedsforhold nødvendiggør et fortsat skarpt fokus på omkostninger.

Ud over en konkurrencedygtig fast løn giver politikken mulighed for at anvende kontantbonusser og aktieoptioner. Formålet med de aktiebaserede ordninger er at fremme lederes og medarbejderes langsigtede adfærd og på den måde sikre, at de har fælles interesser med aktionærerne.

Udmøntning af politikken

Executive Managements vederlag er sammensat af en fast løn, en variabel bonus og aktiebaseret vederlag. Executive Management har ikke pensionsordning betalt af NORDEN, men sædvanlige goder såsom firmatelefon og -bil.

Executive Managements samlede vederlag inkl. bonus og optioner beløb sig i 2014 til USD 3,7 mio. mod USD 5,2 mio. i 2013. Faldet skyldes Carsten Mortensens fratrædelse i løbet af året. Den faste løn til Executive Management i 2014 udgjorde i alt USD 3,2 mio.

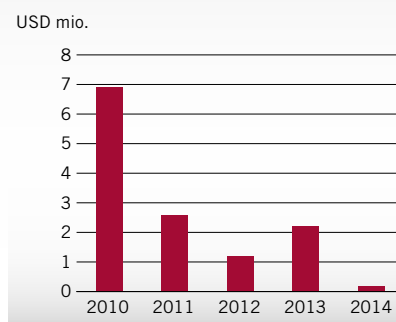
Bestyrelsen tildelte i marts udvalgte ledere og medarbejdere 400.000 aktieoptioner og tildelte yderligere 14.000 aktieoptioner til Asger Lauritsen i forbindelse med hans tiltræden som leder af Teknisk Afdeling. Ved beregning af udnyttelseskursen er der indlagt et tillæg på 10% på aktiekursen ved tildelingen, så optionsmodtagerne først får en gevinst, når aktionærerne har fået et afkast på 10%. Den teoretiske markedsværdi af optionerne er efter Black-Scholes modellen estimeret til USD 2,4 mio. Medlemmer af Executive Management har pligt til at investere 25% af en eventuel gevinst på optionerne i NORDEN-aktier og beholde aktierne i et antal år. For en nærmere beskrivelse af optionsordningerne se regnskabsnote 28.

Optionsprogrammer

Tildelingsår	Personer	Optioner	Udnyttelsesperiode	Executive Managements andel
2015	66	400.000	2018-2021	37%
2014	60	414.000	2017-2020	39%
2013	62	400.000	2016-2019	41%*
2012	68	350.000	2015-2018	23%
2011	65	350.000	2014-2017	23%

* Executive Management blev i 2012 udvidet fra 2 til 5 medlemmer.

Tildelt bonus



Executive Management modtog 160.330 af de 414.000 aktieoptioner til en værdi af USD 0,9 mio. (USD 0,7 mio. året før.) Den teoretiske værdi af optionerne svarede ved tildelingen til 28% af Executive Managements faste løn. Grænsen i NORDENs vederlagspolitik er 150%.

Fratrædelse og fastholdelse

Executive Managements opsigelsesvarsel over for Selskabet er 6 måneder, mens NORDENs opsigelsesvarsel over for dem er 12 måneder. NORDENs opsigelsesvarsler over for Senior Management (ekskl. Executive Management) er 3-9 måneder, mens deres opsigelsesvarsler over for Selskabet er 1-4 måneder.

Hvis medlemmerne af Executive Management fratræder som følge af "Change of Control" (fusion, overtagelse m.v.), vil de ud over sædvanlig gage, og i visse tilfælde bonus, i opsigelsesperioden også modtage en særlig fratrædelsesgodtgørelse. Godtgørelsen svarer til 12 måneders gage.

Udvalgte medlemmer af Executive Management og Senior Management har tidligere indgået aftale om fastholdelsesbonus, der medførte en udbetaling på i alt USD 0,3 mio. i 2014.

Hele Executive Management, dele af Senior Management og udvalgte Vice Presidents er omfattet af konkurrenceklausuler af 6-12 måneders varighed. Selskabet betaler kompensation svarende til de pågældendes fulde grundvederlag, i nogle tilfælde med visse tillæg, i den periode, hvor klausulerne finder anvendelse.

2015

I januar fratrådte Senior Vice President Mikkel Fruergaard efter gensidig overenskomst sin stilling, mens Thomas Kobbelt indtrådte som Vice President i Group Management.

JAN RINDBO TILTRÆDER 1. MAJ 2015 SOM ADM. DIREKTØR MED OVER 20 ÅRS INTERNATIONAL SHIPPERFARING FRA DANMARK, NORDAMERIKA OG ASIEN.

I marts 2015 tildeler bestyrelsen 400.000 aktieoptioner til udvalgte ledere og medarbejdere. Ved beregning af udnyttelseskursen er der indlagt et tillæg på 10% på aktiekursen ved tildelingen, så medarbejderne først får en gevinst, når aktionærerne har fået et afkast på 10%. Den teoretiske markedsværdi af optionerne er efter Black-Scholes modellen estimeret til USD 1,1 mio.

Jan Rindbo tiltræder 1. maj 2015 som adm. direktør. Jan Rindbo har over 20 års international shippingfaring fra Danmark, Nordamerika og Asien. Siden 2001 har han arbejdet for det i Hong Kong børsnoterede tørlastrederi Pacific Basin, senest som Chief Operating Officer, medlem af direktionen samt bestyrelsen.

Jan Rindbo bliver omfattet af Selskabets aktieoptionsordning for ledende medarbejdere og modtager 50.000 optioner af de 400.000 optioner, der tildeles i 2015. Jan Rindbo tilbydes endvidere fastholdelsesbonus i hvert af årene 2015-17 i form af aktier i NORDEN med en årlig værdi af DKK 1.000.000.

Senior Managements ejerandele

	Aktier		Aktieoptioner						
	Pr. 31.12. 2014	Ændring i året	Tildelt i 2015	Pr. 31.12. 2014	Tildelt i 2014	Tildelt i 2013	Tildelt i 2012	Tildelt i 2011	Tildelt i 2010
Michael Tønnes Jørgensen	1.800	+600	26.975	134.740	25.969	26.398	24.328	26.214	31.831
Ejner Bonderup	4.942	+900	27.932	55.580	27.355	28.225	-	-	-
Lars Bagge Christensen	2.843	-	22.480	94.255	20.114	20.753	16.249	17.167	19.972
Martin Badsted	4.223	-	22.480	68.013	18.505	16.603	10.282	10.764	11.859
Asger Lauritsen	-	-	14.349	14.000	14.000	-	-	-	-
Kristian Wærness	4.673	+450	11.479	53.020	11.098	9.617	10.034	10.600	11.671
Vibeke Schneidermann	723	-	9.087	45.225	9.172	9.015	8.262	8.790	9.986
Mikkel Fruergaard	723	-	0	46.818	13.179	12.950	8.304	7.860	4.525
I alt	19.927	+1.950	134.782	511.651	139.392	123.561	77.459	81.395	89.844

Senior Management er defineret som anmeldelsespligtige, og iflg. Værdipapirlovens § 28a indberetter NORDEN derfor deres og nærtstående transaktioner med Rederiets aktier.

SENIOR MANAGEMENT



Senior Management 2015

- 1 **Klaus Nyborg**, konstitueret adm. direktør, se side 38.
- 2 **Michael Tønnes Jørgensen**, CFO (finansdirektør). Født 1966. Ansat i NORDEN i 2009. Shippinguddannet, HD i Regnskab og Økonomistyring, Cand.merc.aud., lederuddannet på INSEAD og IMD og har tillige en Executive MBA fra IMD.
- 3 **Ejner Bonderup**, Executive Vice President (koncerndirektør) og leder af Tørlastafdelingen. Født 1966. Ansat i NORDEN i 2012. Shippinguddannet, akademiøkonom fra Niels Brock Handelsakademi og lederuddannet på IESE Business School og IMD.
- 4 **Lars Bagge Christensen**, Executive Vice President (koncerndirektør) og leder af Tankafdelingen. Født 1963. Ansat i NORDEN i 1993. Shippinguddannet samt lederuddannet på INSEAD og Wharton Business School. Ledelseshverv: Danmarks Rederiforenings Erhvervsudvalg (F), North of England P&I Association (NF) og INTERTANKO Council (BM).
- 5 **Martin Badsted**, Executive Vice President (koncerndirektør) og leder af Corporate Secretariat og IR. Født 1973. Ansat i NORDEN i 2005. Uddannet Cand.merc. i International Business.
- 6 **Asger Lauritsen**, Senior Vice President og leder af Teknisk Afdeling. Født 1966. Ansat i NORDEN i 2014. Shippinguddannet, Cand.polit. (M.Sc.), MBA fra IMD samt lederuddannet på INSEAD og Harvard. Ledelseshverv: INTERTANKOs Council (BM), Danmarks Rederiforenings Forhandlingsudvalg og Bureau Veritas' Nordic Committee.
- 7 **Kristian Wærness**, Senior Vice President og leder af Økonomi- og Finansafdelingen. Født 1968. Ansat i NORDEN i 2002. Uddannet Cand.merc.aud. Ledelseshverv: Danmarks Rederiforenings Regnskabsudvalg (F) og Danmarks Rederiforenings Skatteudvalg (BM).

- 8 **Vibeke Schneidermann**, Senior Vice President og leder af HR-afdelingen. Født 1962. Ansat i NORDEN i 2005. HD i Organisation. Ledelseshverv: Danmarks Rederiforenings Understøttelsesfond og Fonden til Søfarendes og Søfartens Vel.

Mikkel Fruergaard, Senior Vice President. Født 1978. Fratrådt efter gensidig overenskomst i januar 2015.

F: Formand. NF: Næstformand. BM: Bestyrelsesmedlem. D: Direktør. Ledelseshverv m.v. er opgjort pr. 31. december 2014 eksklusivt poster i selskaber i NORDEN-koncernen.

Vice Presidents 2015

- Jakob Bergholdt**, CEO (adm. direktør) i NORDEN Shipping (Singapore) Pte. Ltd.
- Michael Boetius**, leder af Strategy and Business Performance i Tørlast.
- Mikkel Borresen**, deputy i befragtningssektionen for Geared Tonnage i Tørlast.
- Jens Christensen**, leder af operationssektionen i Tørlast.
- Christian Danmark**, økonomichef.
- Christian Ingerslev**, leder af Industrial Bulk i Tørlast.
- Thomas Jarde**, leder af befragtningssektionen for Geared Tonnage i Tørlast.
- Thomas Kobbel**, leder af befragtningssektionen for Gearless Tonnage i Tørlast.
- Morten Ligaard**, leder af Juridisk Afdeling.
- Henrik Lykkegaard Madsen**, leder af Projects-afdelingen.

Ledelse i Norient Product Pool ApS

- Søren Huscher**, CEO (adm. direktør).
- Jens Christophersen**, Vice President.

AKTIONÆRFORHOLD

Stamdata

Aktiekapital	DKK 42,2 mio.
Antal aktier	42.200.000 á DKK 1
Aktieklasser	1
Stemmerets/- ejerbegrænsning	Ingen
Handelsbørs	NASDAQ OMX København A/S
Handelssymbol	DNORD
ISIN-kode	DK0060083210
Bloomberg kode	DNORD.DC
Reuters kode	DNORD.CO

Finanskalender for 2015

4. marts	Årsrapport for 2014
12. marts	Sidste frist for fremsættelse af aktionærforslag til dagsordenen for den ordinære generalforsamling
23. april	Generalforsamling
12. maj	Delårsrapport, 1. kvartal 2015
12. august	Delårsrapport, 1. halvår 2015
11. november	Delårsrapport, 3. kvartal 2015

Afkast til aktionærerne

Den kraftige nedtur i især tørlastmarkedet, der indtraf i løbet 2014, afspejlede sig også i aktiekursen. NORDENs aktiekurs faldt således i løbet af året med 54% fra DKK 285,00 til DKK 131,40, og stigningen i 2013 på 75% fra DKK 163,10 til DKK 285,00 blev dermed mere end udlignet. Afkastet, målt ved den samlede værdi i USD af udbyttebetalinger og kursudvikling, var -58% for NORDEN i 2014. Afkastet for tørlast- og produkttank-selskaberne i sammenligningsgruppen var henholdsvis -63% og -27%, mens det samlede afkast for sammenligningsgruppen var -49%.

Bestyrelsen vurderer løbende, hvordan pengestrømmene bedst fordeles til gavn for aktionærerne. I den vurdering indgår faktisk og forventet indtjening, likvide beholdninger, markedsudsigter, risici, investeringsmuligheder samt Selskabets forpligtelser på og uden for balancen. Generalforsamlingen vedtog i april 2014 et udbytte på DKK 5 pr. aktie og i forbindelse med offentliggørelsen af resultaterne for 1. kvartal 2014 13. maj blev et aktietilbagekøbsprogram på USD 10 mio. annonceret. Aktietilbagekøbsprogrammet løb frem til begyndelsen af august 2014.

Omsætning i aktien

Der blev i gennemsnit omsat 183.825 aktier om dagen i 2014, hvilket er en stigning på 66% i forhold til 2013. Gennemsnitsomsætningen pr. dag på OMX var DKK 36,3 mio. mod DKK 23,5 mio. i 2013. I tillæg til dette var gennemsnitsomsætningen på andre handelspladser DKK 11,3 mio.

Investor Relations

Det er NORDENs mål, at aktiekursen afspejler Selskabets faktiske og forventede evne til at skabe værdier til aktionærerne. Rederiet giver regelmæssigt relevant information om strategi, drift, resultater, forventninger, markeder og andre forhold af betydning for bedømmelsen af den forventede værdiskabelse i Selskabet.

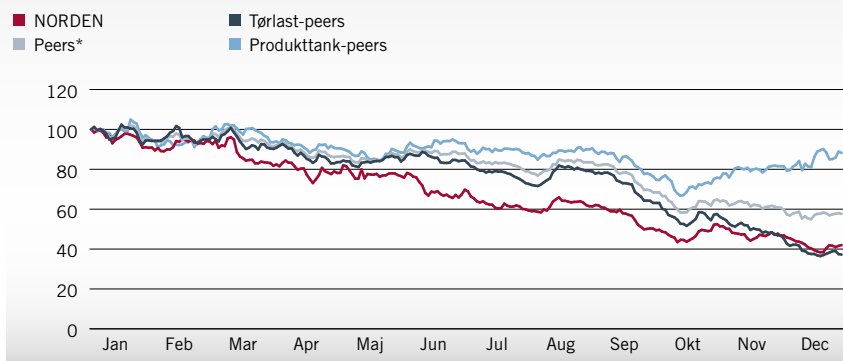
NORDEN tilstræber åbenhed i den eksterne kommunikation og har i årets løb haft en løbende dialog med analytikere og investorer samt deltaget i en række investorkonferencer og -seminarer. Aktien følges af 15 aktieanalytikere, hvilket er én mere end i 2013. Dækningen er fortsat størst i Danmark og Norge.

I 2014 udsendte Rederiet 41 selskabsmeddelelser, hvoraf 7 vedrørte insideres handel med NORDEN-aktien.

Kapital og aktionærer

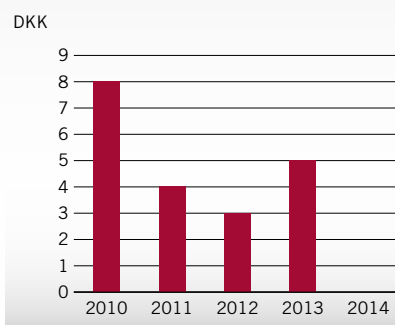
På den ordinære generalforsamling 23. april 2014 og den ekstraordinære generalforsamling 28. maj 2014 i Dampskibssel-

Totalafkast 1 år (1/1 2014 = 100)



* Peer-gruppens totalafkast er udregnet på basis af 6 tørlastrederier (Pacific Basin, Golden Ocean, Diana Shipping, Safe Bulkers, Scorpio Bulkers og Western Bulk) og 3 produkttankrederier (Scorpio, Ardmore Shipping og d'Amico), hvis gennemsnitlige afkast er vægget 60/40 til fordel for tørlastrederierne.

Udbytte pr. aktie



skabet NORDEN A/S vedtog generalforsamlingen at nedsætte Selskabets aktiekapital med DKK 800.000 fra DKK 43.000.000 til DKK 42.200.000 ved annullering af egne aktier. Alle aktier er fortsat noteret, og der er ikke sket ændringer i aktiernes retligheder og omsættelighed.

Antallet af navnenoterede aktionærer steg i årets løb med ca. 21%, så NORDEN ved årsskiftet havde 16.226 navnenoterede aktionærer, som i alt ejede 90,5% af aktiekapitalen (92,1% året før).

3 aktionærer har anmeldt at eje mere end 5% af Selskabets aktier. Det er A/S Motortramp, RASMUSSENGRUPPEN AS og Schroders plc, som 21. november 2014 meddelte NORDEN, at de ejede mere end 5% af Selskabets aktier (se Selskabsmeddelelse nr. 38/2014).

A/S Motortramp og RASMUSSENGRUPPEN AS har gennem flere år haft en aktionæroverenskomst. Denne blev opsagt med 365 dages varsel 13. oktober 2014 af RASMUSSENGRUPPEN AS (se Selskabsmeddelelse nr. 35/2014).

NORDEN ejer 1.739.945 egne aktier (4,1%), hvilket er et fald på 489.067 aktier i forhold til sidste år som følge af kapitalnedsættelsen.

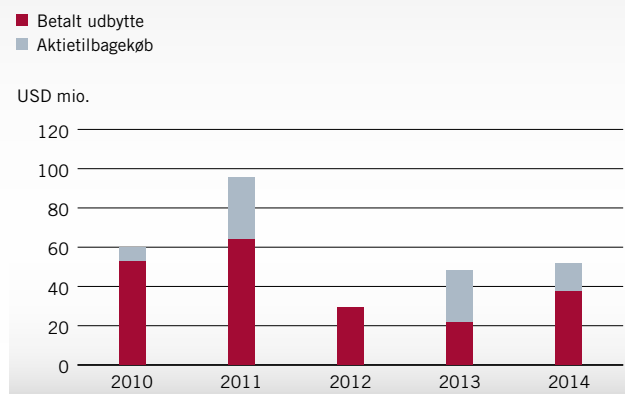
De øvrige store aktionærer er især investorer fra Danmark, Norge, USA og Storbritannien. Den internationale ejerandel udgjorde ved årets udgang 673 navnenoterede aktionærer, som i alt ejer 30,3% af aktiekapitalen.

Bestyrelsesindstilling

På baggrund af de meget udfordrende markedsforhold i tørlast vurderes det værdifuldt, at Selskabet bevarer den nuværende finansielle styrke. Bestyrelsen indstiller derfor til generalforsamlingen, at NORDEN ikke betaler udbytte for 2014.

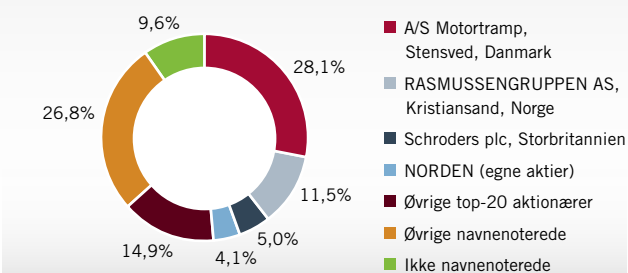


Udlodning til aktionærer 2010-14



USD 285 mio. udbetalt til aktionærerne de seneste 5 år

Aktionærgruppens sammensætning



SAMFUNDSANSVAR

NORDEN har offentliggjort en CSR-rapport, der giver en detaljeret beskrivelse af Rederiets indsats, resultater og mål inden for 7 CSR-fokusområder. Rapporten kan findes på www.CSRatNORDEN2014.com. Rapporten fungerer som Communication on Progress til FN's Global Compact og opfylder dermed bestemmelserne i Årsregnskabslovens § 99 a, stk. 8 samt Årsregnskabslovens § 99 b's bestemmelser vedrørende det underrepræsenterede køn, som beskrevet i rapporten under afsnittet "Employee Conditions".

I det følgende gives et kortfattet overblik over udvalgte dele af CSR-indsatsen samt en opgørelse over de væsentligste resultater i 2014.

CO₂-effektivitet

NORDEN er godt på vej til at nå målet om at reducere CO₂-emissioner fra egne skibe, eksklusive skibe på kontrakt til tredjepart, med 25% i 2020 sammenlignet med niveauet i 2007. NORDEN fokuserer på 3 forskellige områder: tekniske forbedringer, hvor NORDEN arbejder med 10 brændstofbesparende tiltag fra klimahandlingsplanen, fartoptimering illustreret ved brugen af right steaming og endelig opretholdelsen af en ung, moderne og brændstofeffektiv flåde, hvilket opnås gennem investeringer i eco-skibe.

Sikkerhed på skibene

NORDENs Tekniske Afdeling er blevet reorganiseret med henblik på at forbedre afdelingens effektivitet, kvalitet og resultater. Det primære fokus var etableringen af skibsgrupper, der har det fulde ansvar for den tekniske drift af et givent skib. Dialogen med skibet er derfor mindre ressourcekrævende, da skibet kun kommunikerer med én bestemt skibsgruppe. Det skaber derudover gennemsigtighed over for kunderne, der nemt kan se, hvordan NORDEN driver skibene.

Medarbejderforhold

Bemandingssektionen i Teknisk Afdeling ændrede i 2014 navn til Marine HR sektionen, og det nye navn definerer klart fokus i afdelingen. Dette øgede fokus vil have en positiv virkning på besætningerne og understøtte NORDENs mål om at blive en foretrukket arbejdsgiver. På land har NORDEN fortsat fokus på at opretholde et godt arbejdsmiljø f.eks. ved at tilbyde uddannelse og kompetenceudvikling.

Processen med at kortlægge NORDENs aktuelle og potentielle påvirkning af alle 48 menneske- og arbejdstagerrettigheder i The International Bill of Human Rights er undervejs og forventes afsluttet i slutningen af 2015.

Transparens

NORDEN rapporterer til CDP (Carbon Disclosure Project) vedrørende indsatsen for at reducere CO₂-emissioner og virkningen af klimaændringer på forretningen. NORDEN er blevet tildelt en plads på A-listen i CDP's Climate Performance Leadership Index 2014. Placeringen er opnået gennem NORDENs indsats for at reducere kulstofemissioner og nedsætte forretningsrisici i forbindelse med klimaændringer. Indekset illustrerer, at NORDEN er gået fra at være vurderet "beyond transparency" til "excellent performance".

Miljø

NORDEN bestræber sig på at begrænse udledningen af både svovloxid (SO_x) og nitrogenoxid (NO_x), da disse er skadelige for mennesker og miljøet. NORDEN fokuserer også på at mindske mængden af affald på egne skibe samt at reducere energiforbruget på land gennem trinvis ændringer. En af måderne at gøre dette på er at vælge de mest energieffektive løsninger, når der repareres eller udskiftes udstyr på NORDENs kontorer.

Anti-korruption

NORDEN har udviklet et Anti-Corruption Compliance Programme, der udstikker rammerne for NORDENs arbejde inden for anti-korruption. Der er blevet udarbejdet værktøjer og proce-

STRATEGIENS FOKUSOMRÅDER



durer til at guide medarbejderne i deres daglige arbejde. Alle NORDENs operatører og Senior Management har deltaget i anti-korrupsionsundervisning i 2014. Undervisningen er også blevet implementeret om bord på NORDENs egne skibe, og det forventes, at besætningsmedlemmer gennemgår undervisningen, når de påmønstrer skibet. De resterende medarbejdere vil i 2015 modtage skræddersyet anti-korrupsionsundervisning.

Ansvarlig leverandørstyring

NORDEN fortsætter fokus på ansvarlig leverandørstyring og gør brug af ansvarlig leverandørstyringssystemet IMPA ACT, der opstiller industristandarder inden for området. NORDEN indgik i dialog med 5 nye leverandører i 2. halvdel af 2014.

MÅL OG RESULTATER FOR FOKUS-OMRÅDER

	Mål	Resultater
CO ₂ -EFFEKTIVITET	Reducere CO ₂ -emissioner med 25% i 2020 sammenlignet med niveauet i 2007 på egne tørlast- og tankskibe, eksklusive skibe på kontrakt til tredjepart målt i Cargo EEOI	33% reduktion af CO ₂ -emissioner siden 2007 fra egne tørlastskibe, eksklusive skibe på kontrakt til tredjepart målt i Cargo EEOI 33,3% reduktion af CO ₂ -emissioner siden 2007 fra egne tankskibe, eksklusive skibe på kontrakt til tredjepart målt i Cargo EEOI
SIKKERHED PÅ SKIBENE	Maksimum 3,79 anmærkninger pr. vettingsinspektion af egne tankskibe i teknisk management hos NORDEN i 2014 Fortsat tilstræbe ingen piraterihændelser på egne skibe i 2014	3,87 anmærkninger pr. vettingsinspektion af egne tankskibe i teknisk management hos NORDEN Ingen piraterihændelser på egne skibe
MEDARBEJDERFORHOLD	Minimum fastholdelsesgrad til søs og på land på 90% i 2014	Fastholdelsesgrad til søs 95% Fastholdelsesgrad på land 87%
TRANSPARENS	CDP-rapport del af CDP's Carbon Disclosure Leadership Index (CDLI) i 2014	Del af CDP's Carbon Disclosure Leadership Index Del af A-listen i CDP's Performance Leadership Index
MILJØ	Reducere vægtet gennemsnitligt svovlindhold for den totale mængde indkøbt bunker til 2,30% i 2014 Reducere energiforbruget pr. medarbejder fra 2013-niveauet	Vægtet gennemsnitligt svovlindhold på 2,13% for den totale mængde indkøbt bunker til Rederiets opererede skibe Reduceret energiforbrug pr. medarbejder på 9,6% siden 2013
ANTI-KORRUPTION	Udvikle et Anti-Corruption Compliance Programme i 2014	Udviklet Anti-Corruption Compliance Programme Hele Senior Management undervist i anti-korruption Alle operatører undervist i anti-korruption
ANSVARLIG LEVERANDØRSTYRING	Indgå i dialog med 5 leverandører i første led i 2014	Indgået i dialog med 5 leverandører i første led

REGNSKABSBERETNING

Koncernen aflægger regnskab i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IFRS), som er godkendt af EU, og de supplerende danske krav til regnskabsaflæggelse for børsnoterede virksomheder. Anvendt regnskabspraksis for koncernen er uændret i forhold til sidste år. Se endvidere regnskabsnote 1.

Årsregnskabet for moderselskabet, Dampskibsselskabet NORDEN A/S, aflægges efter Årsregnskabsloven.

Årets resultat og egenkapital

Koncernens EBIT blev USD -335 mio. (USD -51 mio.) og inkluderer en hensættelse til tabsgivende timecharter-kontrakter i Tørlast på USD 230 mio. som følge af, at ledelsen har vurderet, at de kortsigtede fragtrater de næste par år ikke vil blive forbedret i det omfang, som tidligere antaget. De langsigtede forventninger er uændret i overensstemmelse med de justerede historiske gennemsnit, der tidligere har været anvendt.

Årets resultat efter skat blev USD -416 mio. (USD -48 mio.) inklusive en negativ dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter på USD 62 mio. (positiv USD 11 mio.). Resultatet giver en indtjening pr. aktie (EPS) på USD -10,3 (USD -1,2).

Egenkapitalen faldt til USD 1.139 mio. (USD 1.605 mio.). Sammensætningen af ændringen i egenkapitalen kan ses i skemaet nedenfor.

Det betalte ordinære udbytte udgjorde DKK 5 pr. aktie svarende til i alt DKK 204 mio. eller USD 38 mio., eksklusive egne aktier.

Væsentlige regnskabsmæssige valg

Skibe, som er indbefragtede af NORDEN, men hvor risici og fordele forbundet med ejendomsretten baseret på en helheds-

vurdering af hver enkelt leasingaftale ikke er overført til koncernen, behandles som operationel leasing og indregnes lineært i resultatopgørelsen over leasingperioden. Som det fremgår af regnskabsnote 22 havde koncernen pr. 31. december 2014 operationelle leasingforpligtelser (ikke diskonteret) på USD 1.494 mio. (USD 2.011 mio.), der skal indregnes i resultatopgørelsen i 2015-25.

Leasingforpligtelsen er ikke udtryk for nettoeksponeringen for koncernen, da forpligtelserne afdækkes løbende i henhold til koncernens politik for risikostyring, se regnskabsnote 2.

Koncernens skibe er optaget i opgørelsen af den finansielle stilling til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger.

Øvrige regnskabsmæssige valg er beskrevet i regnskabsnote 1 "Væsentlig anvendt regnskabspraksis".

Væsentlige regnskabsmæssige skøn

Skibenes regnskabsmæssige værdi sammenholdes løbende med skibenes indtjeningsmuligheder og værdiindikationer. I det omfang, der er indikation af værdifald, ud over hvad der udtrykkes i de årlige afskrivninger, foretages nedskrivning til den lavere genindvindingsværdi.

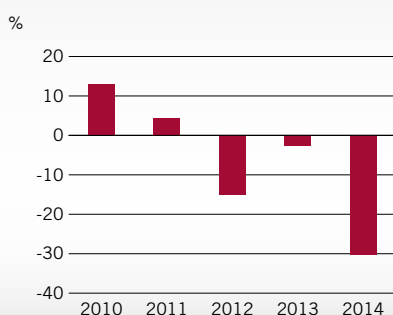
Som beskrevet i regnskabsnote 11 har ledelsen ændret sit skøn af skibenes forventede brugstid fra 20 år til 25 år samt scrapværdier. Ændringen påvirker periodens EBIT positivt med USD 19 mio. under posten "Af- og nedskrivninger" samt "Skibe" med et tilsvarende beløb i den finansielle stilling.

Endvidere vurderes "value in use" for CGU'erne Tørlast og Tank. "Value in use" defineres som nutidsværdien af de tilba-

Egenkapitalens udvikling, USD mio.

Egenkapital pr. 1. januar 2014	1.605
Årets resultat	-416
Betalt udbytte	-38
Netto køb af egne aktier	-13
Aktiebaseret vederlag	1
Egenkapital pr. 31. december 2014	1.139

Egenkapitalforrentning



EBITDA-ratio



gediskonterede samlede forventede pengestrømme for egne og indbefragtede skibe inklusive kontante omkostninger for egne skibe, T/C-omkostninger, direkte henførbare administrationsomkostninger, indtægter fra COA'er, T/C-afdækning samt afdækning til forventede rateniveauer for ikke-afdækket kapacitet (åbne skibsdage). Såfremt "value in use" er negativ samtidig med at genindvindingsværdien for egne skibe vurderes til at understøtte de regnskabsmæssige værdier, hensættes der til tabsgivende T/C-kontrakter.

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris fratrukket reservation til tab ved værdiforringelse. Skøn over reservation til tab foretages på baggrund af en vurdering af kundernes evne og vilje til at betale, herunder kreditværdighed og modtagne sikkerheder. Se regnskabsnote 14 for en nærmere specifikation af tilgodehavender.

Omsætning

NORDENs omsætning (fragtindtægter) blev i 2014 USD 2.038 mio. (USD 2.146 mio.). Faldet skyldes primært lavere fragtrater i Tørlast samt at aktiviteten i Tørlast i form af skibsdage faldt med 10% for året. Aktivitetsnedgangen i Tørlast blev dog delvist opvejet af øget aktivitet i Tank på 10%.

Tørlast

Fragtindtægterne blev på USD 1.601 mio. (USD 1.766 mio.), svarende til et fald på 9%.

Resultat af primær drift (EBIT) blev USD -334 mio. (USD -46 mio.) inklusive en hensættelse til tabsgivende timecharter-kontrakter på USD 230 mio. Af- og nedskrivninger er faldet til USD 34 mio. (USD 42 mio.) primært som følge af ændret skøn over skibenes brugstid fra 20 år til 25 år pr. 1. januar 2014, se også regnskabsnote 11.

Tank

Aktiviteten i Tank i form af skibsdage steg med 10%. Fragtindtægterne blev USD 437 mio. (USD 380 mio.). Resultat af primær drift (EBIT) blev USD 13 mio. (USD 8 mio.).

Finansielle poster

De finansielle indtægter udgjorde USD 8 mio. (USD 10 mio.) og vedrørte primært renteindtægter på likvide bankindeståender samt gevinster på finansielle sikringsinstrumenter.

Finansielle omkostninger udgjorde USD 23 mio. (USD 12 mio.) og vedrører renter og øvrige omkostninger på lån samt valutakursreguleringer. Se regnskabsnote 2 vedrørende beskrivelse af rente- og valutarisici.

Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter

Dagsværdiregulering af afledte finansielle instrumenter, som ikke opfyldte de regnskabsmæssige kriterier for behandling som

sikringsinstrumenter i henhold til IFRS vedrørte Forward Freight Agreements (FFA'er) og bunkerhedgingkontrakter. Omkostningen på USD 62 mio. (indtægt USD 11 mio.) vedrørte FFA'ere og bunkerhedgingkontrakter med henholdsvis USD 23 mio. og USD 39 mio. De urealiserede kontrakter vedrører afdækning af bunkerpriser og fragtrater i perioden 2015-19. Se regnskabsnote 6 for en nærmere specifikation.

Skat af årets resultat

Rederiets skattepligtige indkomst sammensætter sig af indkomst opgjort efter tonnageskattelovens regler for så vidt angår rederivirksomhed og efter almindelige regler for så vidt angår øvrig virksomhed, herunder nettofinansindtægter. Skat af årets resultat andrager USD 3 mio. (USD 5 mio.) og vedrører primært tonnageskatten. Andre aktiviteter vedrører primært datterselskaber samt teknisk og kommerciel management.

OPGØRELSE AF DEN FINANSIELLE STILLING

Nedskrivningstest for skibe og vurdering af behov for hensættelse til tabsgivende timecharter-kontrakter

Udtrykt ved gennemsnittet af 3 vurderinger fra uafhængige mæglere udgør nettosalgsværdien af koncernens flåde og nybygninger, eksklusive skibe i joint ventures og aktiver bestemt for salg, ved udgangen af 2014 i alt USD 1.372 mio., hvilket var USD 62 mio. under de regnskabsmæssige værdier. De pengestrømsgenererende enheder (CGU'er) Tørlast og Tank var henholdsvis USD 27 mio. og USD 35 mio. under de regnskabsmæssige værdier. Mæglervurderingerne er efter ledelsens vurdering således behæftet med en større grad af usikkerhed end tidligere. Forskellen mellem højeste og laveste vurdering opgjort pr. skib er USD 147 mio., hvilket sammenholdt med de relativt beskedne mindreværdier (henholdsvis 3% og 5%) gør, at det er ledelsens vurdering, at mæglervurderingerne understøtter de regnskabsmæssige værdier og kostpriser, og at der derfor ikke er behov for yderligere nedskrivninger på skibe og nybygninger.

Med henblik på at vurdere om der er tabsgivende timecharter-kontrakter, er der på sædvanligvis foretaget en beregning af "value in use" for begge CGU'er Tørlast og Tank ved at sammenholde genindvindingsværdien ved fortsat beskæftigelse af de 2 CGU'ers flåde, opgjort som nutidsværdien af de samlede forventede pengestrømme i egne og indbefragtede skibes restlevetid, inklusive indgåede COA'er, T/C-afdækning og forventede rateniveauer for ikke-afdækket kapacitet.

Ledelsens forventede rater, som er en del af grundlaget for at vurdere de langsigtede værdier, tager udgangspunkt i forventede rater på kort og længere sigt. På kort sigt, dvs. de kommende 2-3 år, anvendes egne rateantagelser, mens rateantagelser på længere sigt er baseret på 20-årige historiske gennemsnitsrater renset for de 4 højeste/laveste observationer.

De regnskabsmæssige værdier for CGU'erne Tørlast og Tank, eksklusiv joint ventures og aktiver bestemt for salg, er henholdsvis USD 791 mio. og USD 643 mio. Ved anvendelse af de forventede kort- og langsigtede rater for de ikke-afdækkede dage og en diskonteringsfaktor på 8%, er "value in use" for Tørlast USD 29 mio. og for Tank 7 mio. under de regnskabsmæssige værdier. "Value in use" er meget følsom overfor ændringer i fragtraterne, se regnskabsnote 11.

På lidt længere sigt forventes tørlastmarkedet at blive bedre som følge af øget ophugning af gamle skibe samt stigende efterspørgsel, bl.a. som følge af en bedring af verdensøkonomien. Flådetilvæksten i 2015 forventes at blive 4-5% og på niveau med 2014. Se derudover side 24 vedrørende risici i markedet.

Det langsigtede tankmarked forventes at udvikle sig positivt i takt med udviklingen i den globale raffinaderisektor. Der vil dog kunne være store udsving i markedet undervejs. Se derudover side 31 vedrørende risici i markedet.

Ledelsen vurderer på denne baggrund, at de langsigtede værdier "value in use" af CGU'erne Tørlast og Tank understøtter de regnskabsmæssige værdier og finder derfor ikke anledning til at foretage yderligere nedskrivninger eller hensættelser til tabsgivende timecharterkontrakter. Ledelsen har i denne vurdering også inddraget udviklingen i fragtrater og skibspriser efter udgangen af 2014.

Finansielle aktiver

Finansielle aktiver, som består af kapitalandele i joint ventures, udgør USD 19 mio. (USD 19 mio.). Se i øvrigt regnskabsnote 12 for en specifikation af kapitalandelene.

Beholdninger

Beholdninger omfatter primært oliebeholdninger om bord på egne og indbefragtede skibe. Beholdningerne faldt med USD 39 mio. som følge af faldende oliepriser samt færre skibe.

Fragttilgodehavender og leverandørgæld

Det samlede finansieringsbidrag fra fragttilgodehavender og leverandørgæld steg med USD 4 mio. Ændringen sammensætter sig af et fald i fragttilgodehavender på USD 40 mio. og et fald i leverandørgæld på USD 36 mio.

Koncernens fragttilgodehavender faldt til USD 117 mio. (USD 157 mio.), hvilket skyldes lavere aktivitet og lavere rateniveauer sidst på året i Tørlast samt mere effektiv inddrivelse. Der er usikkerhed forbundet med fragttilgodehavender på i alt USD 6 mio. (USD 9 mio.), og der er derfor nedskrevet USD 4 mio. (USD 5 mio.) herpå.

Likvider og værdipapirer

Koncernens likvider viser den samlede likviditet pr. 31. december 2014 og udgør USD 198 mio. Heraf er USD 197 mio. til rådighed inden for 3 måneder. Beholdningen af værdipapirer udgør USD 40 mio. (USD 80 mio.). Investering i værdipapirer er et led i NORDENs optimering af afkastet på likviditeten til lav risiko. Alle obligationer har en høj kreditvurdering.

PENGESTRØMME

Koncernens likvider faldt i 2014 med USD 208 mio. til USD 198 mio. Likviderne består primært af bankindskud i USD og DKK.

Driftsaktiviteterne bidrog med USD -46 mio. (USD -9 mio.). I forhold til 2013 er EBITDA faldet med USD 286 mio., hvoraf USD 230 mio. udgør hensættelser til tabsgivende timecharterkontrakter. Nettopengebindingen i driftskapital (bunkerbeholdninger, fragttilgodehavender, leverandørgæld, marginkonti m.v.) er reduceret med USD 1 mio.

I 2014 blev der investeret USD 110 mio. (USD 145 mio.) i skibe og nybygninger m.v., og provenuet ved salg af skibe blev USD 20 mio. (USD 48 mio.). Pengestrømmene fra investeringsaktiviteterne beløb sig netto til i alt USD -60 mio. (USD -103 mio.).

Pengestrømmene fra finansieringsaktiviteterne androg USD -80 mio. (USD 62 mio.) og omfattede udbytte til aktionærerne på USD -38 mio., afdrag på gæld på USD -29 mio. samt netto køb af egne aktier på USD -13 mio.

Koncernens låneaftaler indeholder generelt en klausul om mulig opsigelse fra långivers side i tilfælde af, at majoritetskontrollen med Selskabet ændres.

PÅTEGNINGER

Koncernårsrapport

Denne koncernårsrapport er i henhold til årsregnskabslovens §149 et uddrag af Selskabets fuldstændige årsrapport. For at fremme overskueligheden og brugervenligheden har NORDEN valgt at offentliggøre en koncernårsrapport, som ikke indeholder årsregnskabet for moderselskabet, Dampskibsselskabet NORDEN A/S.

Årsregnskabet for moderselskabet er en integreret del af den fuldstændige årsrapport, som kan rekvireres ved henvendelse til Rederiet, ligesom den fuldstændige årsrapport også kan ses og downloades fra www.ds-norden.com/investor/. Efter godkendelsen på den ordinære generalforsamling kan den fuldstændige årsrapport også rekvireres ved henvendelse til Erhvervsstyrelsen.

Fordeling af årets resultat samt det foreslåede udbytte i moderselskabet fremgår af regnskabsnote 31 i koncernårsrapporten.

Den fuldstændige årsrapport har følgende ledelses- og revisionspåtegning:

Ledelsespåtegning

Bestyrelse og Executive Management har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014 for Dampskibsselskabet NORDEN A/S.

Koncernregnskabet udarbejdes efter International Financial Reporting Standards som godkendt af EU, og årsregnskabet for moderselskabet udarbejdes efter årsregnskabsloven. Koncernregnskabet og årsregnskabet for moderselskabet udarbejdes herudover i overensstemmelse med yderligere danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber. Ledelsesberetningen udarbejdes ligeledes efter danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.

København, 4. marts 2015

Executive Management

Michael Tønnes Jørgensen
Finansdirektør

Ejner Bonderup
Koncerndirektør

Lars Bagge Christensen
Koncerndirektør

Martin Badsted
Koncerndirektør

Bestyrelse

Mogens Hugo
Bestyrelsesformand

Klaus Nyborg
Næstformand og konstitueret adm. direktør

Alison J. F. Riegels

Erling Højsgaard

Karsten Knudsen

Arvid Grundekjøn

Ole Clausen

Anne-Katrine Nedergaard

Lars Enkegaard Biilmann

Koncernregnskabet og årsregnskabet for moderselskabet giver efter vores opfattelse et retvisende billede af koncernens og moderselskabets finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af koncernens og moderselskabets aktiviteter og koncernens pengestrømme for regnskabsåret 2014.

Ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i koncernens og moderselskabets aktiviteter og økonomiske forhold, årets resultat og af koncernens og moderselskabets finansielle stilling samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som koncernen og moderselskabet står over for.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

DEN UAFHÆNGIGE REVISORS ERKLÆRINGER

Til kapitalejerne i Dampskibsselskabet NORDEN A/S

PÅTEGNING PÅ KONCERNREGNSKABET OG ÅRSREGNSKABET

Vi har revideret koncernregnskabet og årsregnskabet for Dampskibsselskabet NORDEN A/S for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014. Koncernregnskabet omfatter resultatopgørelse, opgørelse af totalindkomst, opgørelse af den finansielle stilling, opgørelse af pengestrømme, egenkapitalopgørelse og noter. Årsregnskabet for moderselskabet omfatter resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse og noter. Koncernregnskabet udarbejdes efter International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og årsregnskabet udarbejdes efter årsregnskabsloven. Koncernregnskabet og årsregnskabet udarbejdes herudover i overensstemmelse med danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.

Ledelsens ansvar for koncernregnskabet og årsregnskabet

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af et koncernregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber samt for at udarbejde et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med årsregnskabsloven og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser nødvendig for at udarbejde et koncernregnskab og et årsregnskab uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om koncernregnskabet og årsregnskabet på grundlag af vores revision. Vi har udført revisionen i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om koncernregnskabet og årsregnskabet er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i koncernregnskabet og

årsregnskabet. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i koncernregnskabet og årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for virksomhedens udarbejdelse af et koncernregnskab og et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af virksomhedens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, og om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige, samt en vurdering af den samlede præsentation af koncernregnskabet og årsregnskabet.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at koncernregnskabet giver et retvisende billede af koncernens aktiver, forpligtelser og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014 i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.

Det er endvidere vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, forpligtelser og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af selskabets aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014 i overensstemmelse med årsregnskabsloven og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.

UDTALELSE OM LEDELSESBERETNINGEN

Vi har i henhold til årsregnskabsloven gennemlæst ledelsesberetningen. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af koncernregnskabet og årsregnskabet. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningen er i overensstemmelse med koncernregnskabet og årsregnskabet.

København, 4. marts 2015

PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Bo Schou-Jacobsen
Statsaut. revisor

Rasmus Friis Jørgensen
Statsaut. revisor

RESULTATOPGØRELSE 1. JANUAR – 31. DECEMBER

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
3	Omsætning	2.038.107	2.145.899
3	Andre driftsindtægter, netto	7.948	8.055
	Driftsomkostninger skibe	-2.251.696	-2.077.359
3/4	Andre eksterne omkostninger	-18.057	-15.283
5	Personaleomkostninger, landbaserede medarbejdere	-37.758	-37.032
	Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	-261.456	24.280
3	Salgsavancer og tab skibe m.v.	-4	2.453
11/17	Af- og nedskrivninger	-68.189	-79.045
12	Resultatandele af joint ventures	-5.848	1.034
	Resultat af primær drift (EBIT)	-335.497	-51.278
6	Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	-61.864	10.580
7	Finansielle indtægter	7.980	10.024
8	Finansielle omkostninger	-23.132	-12.483
	Resultat før skat	-412.513	-43.157
9	Årets skat	-3.121	-4.591
	ÅRETS RESULTAT	-415.634	-47.748
	Fordeles således:		
	Aktionærerne i NORDEN	-415.634	-47.746
	Minoritetsinteresser	0	-2
		-415.634	-47.748
10	Indtjening pr. aktie (EPS), USD		
	Indtjening pr. aktie	-10,27	-1,17
	Udvandet indtjening pr. aktie	-10,27	-1,17

OPGØRELSE AF TOTALINDKOMST 1. JANUAR – 31. DECEMBER

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
	Årets resultat, efter skat	-415.634	-47.748
	Poster, som vil blive reklassificeret til resultatopgørelsen:		
18	Værdiregulering af sikringsinstrumenter	294	4.294
18	Dagsværdiregulering af værdipapirer	-597	85
18	Skat af dagsværdiregulering af værdipapirer	-320	208
	Anden totalindkomst i alt	-623	4.587
	Årets samlede totalindkomst, efter skat	-416.257	-43.161
	Fordeles således:		
	Aktionærerne i NORDEN	-416.257	-43.159
	Minoritetsinteresser	0	-2
		-416.257	-43.161

OPGØRELSE AF DEN FINANSIELLE STILLING PR. 31. DECEMBER – AKTIVER

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
11	Skibe	1.050.064	1.077.953
11	Ejendom og driftsmidler	53.822	53.829
11	Forudbetalinger på skibe og nybygninger	97.845	64.559
	Materielle aktiver	1.201.731	1.196.341
12	Kapitalandele i joint ventures	19.250	18.848
	Finansielle aktiver	19.250	18.848
	Langfristede aktiver	1.220.981	1.215.189
13	Beholdninger	72.499	111.349
14	Fragttilgodehavender	117.054	156.618
14	Tilgodehavender hos joint ventures	5.831	4.119
	Selskabsskat	258	673
14	Andre tilgodehavender	45.020	26.650
	Periodeafgrænsningsposter	61.153	60.583
15	Værdipapirer	39.872	79.826
16	Likvider	198.394	406.235
		540.081	846.053
17	Materielle aktiver bestemt for salg	16.954	0
	Kortfristede aktiver	557.035	846.053
	AKTIVER	1.778.016	2.061.242

OPGØRELSE AF DEN FINANSIELLE STILLING PR. 31. DECEMBER – PASSIVER

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
	Aktiekapital	6.706	6.833
18	Reserver	7.511	8.134
	Overført resultat	1.125.074	1.589.850
19	Egenkapital	1.139.291	1.604.817
20	Bankgæld	202.908	230.568
21	Hensatte forpligtelser	149.986	0
	Langfristede forpligtelser	352.894	230.568
20	Bankgæld	27.647	27.647
21	Hensatte forpligtelser	80.474	0
	Leverandører af varer og tjenesteydelser	85.394	121.648
	Gæld til joint ventures	20	186
	Anden gæld	59.668	39.683
	Periodeafgrænsningsposter	32.628	36.693
	Kortfristede forpligtelser	285.831	225.857
	Forpligtelser	638.725	456.425
	PASSIVER	1.778.016	2.061.242

OPGØRELSE AF PENGESTRØMME

1. JANUAR – 31. DECEMBER

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
	Årets resultat	-415.634	-47.748
	Tilbageførte af- og nedskrivninger	68.189	79.045
	Tilbageførte dagsværdireguleringer	61.864	-10.580
	Tilbageførte finansielle poster	15.152	2.459
	Tilbageførte hensatte forpligtelser	230.169	0
	Øvrige tilbageførte ikke-likvide driftsposter	10.657	2.913
30	Ændring i driftskapital	825	-26.796
	Finansielle indbetalinger	2.507	8.843
	Finansielle udbetalinger	-16.734	-11.082
	Skat betalt i året	-3.026	-5.912
	Pengestrømme fra driftsaktivitet	-46.031	-8.858
11/17	Investeringer i skibe og skibe bestemt for salg	-17.791	-15.094
11	Investeringer i øvrige materielle aktiver	-2.206	-1.977
12	Investeringer i joint ventures	-5.550	-5.000
11	Tilgang i forudbetalinger på nybygninger	-90.415	-122.508
	Tilgang i modtagne forudbetalinger på solgte skibe	0	-4.847
	Provenu ved salg af skibe og nybygninger	19.803	48.468
	Provenu ved salg af øvrige materielle aktiver	72	894
	Køb af værdipapirer	0	-13.457
	Salg af værdipapirer	35.839	10.566
	Ændring i likvider med renteaftale over 3 måneder m.v.	126.445	41.069
	Pengestrømme fra investeringsaktivitet	66.197	-61.886
31	Udbytte til aktionærer	-37.719	-21.919
	Afvikling af minoritetsinteresser	0	-62
19	Køb af egne aktier	-14.203	-26.122
19	Salg af egne aktier	1.260	6.757
	Nettoudlodning til aktionærer	-50.662	-41.346
	Optagelse af bankgæld	0	125.240
	Afdrag på/indfrielse af bankgæld	-28.714	-21.414
	Lånefinansiering	-28.714	103.826
	Pengestrømme fra finansieringsaktivitet	-79.376	62.480
	Årets likviditetsændring	-59.210	-8.264
	Likviditet 1. januar	218.775	225.209
	Valutakursreguleringer	-22.186	1.830
	Årets likviditetsændring	-59.210	-8.264
16	Likviditet 31. december	137.379	218.775
	Likvider med renteaftale over 3 måneder m.v.	61.015	187.460
16	Likvider 31. december ifølge opgørelsen af den finansielle stilling	198.394	406.235

EGENKAPITALOPGØRELSE

Note Beløb i USD 1.000

	Aktionærerne i NORDEN				Minoritets- interesser	I alt
	Aktiekapital	Reserver	Overført resultat	I alt		
Egenkapital 1. januar 2014	6.833	8.134	1.589.850	1.604.817	0	1.604.817
Årets samlede totalindkomst	-	-623	-415.634	-416.257	0	-416.257
19 Køb af egne aktier	-	-	-14.203	-14.203	-	-14.203
19 Salg af egne aktier	-	-	1.260	1.260	-	1.260
Kapitalnedsættelse	-127	-	127	0	-	0
31 Udloddet udbytte	-	-	-39.833	-39.833	0	-39.833
Udbytte egne aktier	-	-	2.114	2.114	-	2.114
5/28 Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	1.393	1.393	-	1.393
Egenkapitalbevægelser	-127	-623	-464.776	-465.526	0	-465.526
Egenkapital 31. december 2014	6.706	7.511	1.125.074	1.139.291	0	1.139.291

	Aktionærerne i NORDEN				Minoritets- interesser	I alt
	Aktiekapital	Reserver	Overført resultat	I alt		
Egenkapital 1. januar 2013	6.833	3.547	1.676.787	1.687.167	64	1.687.231
Årets samlede totalindkomst	-	4.587	-47.746	-43.159	-2	-43.161
19 Køb af egne aktier	-	-	-26.122	-26.122	-	-26.122
19 Salg af egne aktier	-	-	6.757	6.757	-	6.757
31 Udloddet udbytte	-	-	-22.883	-22.883	-	-22.883
Udbytte egne aktier	-	-	964	964	-	964
Likvidationsudlodning	-	-	-	0	-62	-62
5/28 Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	2.093	2.093	-	2.093
Egenkapitalbevægelser	0	4.587	-86.937	-82.350	-64	-82.414
Egenkapital 31. december 2013	6.833	8.134	1.589.850	1.604.817	0	1.604.817

Der henvises til note 31 for angivelse af reserver disponible for udbytte og til note 18 for angivelse af reservernes fordeling på henholdsvis værdipapirer og pengestrømsafdækninger.

NOTEOVERSIGT

Note	Side
1 Væsentlig anvendt regnskabspraksis	57
2 Styring af risici	59
3 Segmentoplysninger	63
4 Vederlag til generalforsamlingsvalgt revisor	67
5 Personaleomkostninger	67
6 Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	68
7 Finansielle indtægter	68
8 Finansielle omkostninger	68
9 Skat	69
10 Indtjening pr. aktie (EPS)	70
11 Materielle aktiver	70
12 Kapitalandele i joint ventures og indregning af fælleskontrollerede aktiviteter	73
13 Beholdninger	76
14 Tilgodehavender	76
15 Værdipapirer	77
16 Likvider	78
17 Materielle aktiver bestemt for salg	79
18 Reserver	79
19 Egenkapital	80
20 Bankgæld	81
21 Hensatte forpligtelser	82
22 Operationelle leasingforpligtelser	83
23 Ikke-indregnede eventualaktiver og eventualforpligtelser	84
24 Pantsætninger og sikkerhedsstillelser	84
25 Lastekontrakter og operationelle leasingindtægter	85
26 Finansielle instrumenter	85
27 Oplysning om nærtstående parter og transaktioner med disse	87
28 Aktiebaseret vederlæggelse	88
29 Likviditetsrisiko	90
30 Ændring i driftskapital	92
31 Udbytte	92
32 Dattervirksomheder	92
33 Dagsværdihierarki	93
34 Begivenheder efter regnskabsårets afslutning	93

NOTER

1 Væsentlig anvendt regnskabspraksis

Dampskibsselskabet NORDEN A/S og dets dattervirksomheder er et af Danmarks ældste internationalt arbejdende rederier. NORDEN opererer globalt inden for tørlast og tank.

Dampskibsselskabet NORDEN A/S er et aktieselskab hjemmehørende i Danmark og er noteret på NASDAQ OMX København A/S.

Koncernregnskabet for Dampskibsselskabet NORDEN A/S for 2014 er aflagt i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IFRS), som er godkendt af EU, og de yderligere danske oplysningskrav til regnskabsaflæggelsen for børsnoterede virksomheder.

De yderligere danske oplysningskrav fremgår af IFRS-bekendtgørelsen udstedt i henhold til den danske årsregnskabslov samt de af NASDAQ OMX København A/S udstedte regler.

Årsrapporten for perioden 1. januar – 31. december 2014 med sammenligningstal omfatter koncernregnskab for Dampskibsselskabet NORDEN A/S og dets dattervirksomheder (koncernen) og årsregnskab for moderselskabet.

Årsregnskabet for moderselskabet Dampskibsselskabet NORDEN A/S for 2014 er aflagt efter den danske årsregnskabslov.

Generelt

Årsrapporten er udarbejdet med udgangspunkt i det historiske kostprisprincip, bortset fra følgende aktiver og forpligtelser:

- Afledte finansielle instrumenter og finansielle instrumenter klassificeret som disponible for salg, som måles til dagsværdi.
- Langfristede aktiver og grupper af aktiver bestemt for salg måles til laveste værdi af regnskabsmæssig værdi før den ændrede klassifikation og dagsværdi fratrukket salgsomkostninger.

Alle virksomheder i koncernen og moderselskabet har USD som funktional valuta. I årsrapporten er USD anvendt som præsentationsvaluta, og beløb præsenteres afrundet i USD 1.000.

Ændring i regnskabspraksis, herunder præsentation og implementering af regnskabsstandarder

Den anvendte regnskabspraksis for NORDEN, herunder præsentation, er uændret i forhold til sidste år.

NORDEN har implementeret de af IASB og EU godkendte regnskabsstandarder samt ændringer hertil og de fortolkningsbidrag, der er trådt i kraft i regnskabsåret 2014. Dette omfatter:

- Ændring til IAS 32 – Ændringen giver yderligere vejledning i, hvornår finansielle aktiver og forpligtelser skal præsenteres modregnet i balancen.
- Ændring til IAS 36 – Ændringen justerer på oplysningskravene vedrørende nedskrivningstest. Herunder indføres oplys-

ningskrav ved anvendelse af dagsværdi med fradrag af afhændelsesomkostninger som grundlag for nedskrivning svarende til de oplysningskrav, der er i IFRS 13.

- Ændring til IAS 39 – Ændringerne betyder, at udskiftning af en modpart (novation) vedrørende et sikringsinstrument ved overførsel til et såkaldt clearinghouse (CCP) ikke skal betragtes som udløb eller ophør af instrumentet, hvis overførslen er krævet via eksisterende lovgivning eller fordi der vedtages ny lovgivning.
- IFRIC 21, Levies – Fortolkningsbidraget indeholder bestemmelser om, hvornår en virksomhed skal indregne afgifter, som virksomheden er forpligtet til at betale til offentlige myndigheder og som er omfattet af IAS 37 Hensættelser, eventualforpligtelser og eventualaktiver.

Implementering af ændringerne i standarder og fortolkningsbidrag har ikke haft effekt for NORDEN.

Nyeste vedtagne regnskabsstandarder (IFRS) og fortolkningsbidrag (IFRIC)

IASB har ved udgangen af januar 2015 udsendt følgende nye regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag, der ikke er godkendt af EU, men som vurderes at kunne have relevans for NORDEN:

- IFRS 15 om indtægtsindregning – Ny fælles standard for indtægtsindregning. Indtægter indregnes i takt med, at kontrollen overgår til køber.
- IFRS 9 om finansielle instrumenter – Antallet af kategorier for finansielle aktiver reduceres til tre; amortiseret kostpris-kategori, dagsværdi over anden totalindkomst-kategori eller dagsværdi over resultatopgørelsen-kategori. Der indføres forenklede regler om regnskabsmæssig sikring, og nedskrivning på tilgodehavender skal baseres på forventede tab.
- IASB's årlige mindre forbedringer vedrørende årene 2010-2012, 2011-2013 og 2013-2014.

NORDEN forventer at implementere de ændrede og nye standarder samt fortolkningsbidrag, når de bliver obligatoriske.

De af IASB udsendte, men for NORDEN enten irrelevante eller uvæsentlige, ændringer til regnskabsstandarder, nye regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag omfatter:

- IFRS 11 – Fællesledede arrangementer – retningslinjer for regnskabsmæssig behandling af køb af andele af fælleskontrollerede aktiviteter (ikke godkendt af EU).
- IFRS 14 – Ny standard om regulatoriske aktiver (ikke godkendt af EU).
- IAS 16 og IAS 38 – Materielle og immaterielle anlægsaktiver – præcisering af metoder for afskrivninger (ikke godkendt af EU).

NOTER

- IAS 19 – Personaleydelser – ændring vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger (ikke godkendt af EU).
- IAS 28 og IFRS 11 – Salg eller tilførsel af aktiver mellem en investor og en associeret virksomhed eller et joint venture.

Væsentlige regnskabsmæssige valg i anvendt regnskabspraksis samt væsentlige regnskabsmæssige skøn

Ved udarbejdelsen af NORDENs regnskaber foretager ledelsen en række regnskabsmæssige valg og skøn, der danner grundlag for indregning og måling af koncernens aktiver og forpligtelser samt indtægter og omkostninger.

De foretagne valg og skøn er baseret på historiske erfaringer og andre faktorer, som ledelsen vurderer forsvarlige efter omstændighederne, men som i sagens natur er usikre eller uforudsigelige. Forudsætningerne kan være ufuldstændige eller unøjagtige, og uventede begivenheder eller omstændigheder kan opstå. Endvidere er virksomheden underlagt risici og usikkerheder, som kan føre til, at de faktiske udfald afviger fra disse skøn. Særlige risici for NORDEN-koncernen er nævnt i note 2.

Det kan være nødvendigt at ændre tidligere foretagne skøn som følge af ændringer i de forhold, der lå til grund for de tidligere skøn, eller på grund af ny viden eller efterfølgende begivenheder.

Skøn og de hertil knyttede forudsætninger revurderes løbende. Ændringer til regnskabsmæssige skøn indregnes i den periode, hvor skønnet ændres, såfremt ændringen alene påvirker denne periode, eller i indeværende og fremtidige perioder, såfremt ændringen påvirker såvel indeværende som fremtidige perioder.

Nedenfor anføres de regnskabsmæssige valg og skøn, som ledelsen anser væsentlige for udarbejdelse af koncernregnskabet:

- Materielle aktiver, herunder skibe og forudbetalinger på skibe og nybygninger (note 11)
- Leasing (note 3, 22 og 25)
- Indregning af omsætning og rejseafhængige omkostninger (note 3)
- Nedskrivningstest (note 11)
- Tabsgivende kontrakter (note 21)
- Tilgodehavender (note 14)
- Udskudt skat (note 9)
- Eventualaktiver og -forpligtelser (note 23)

Der henvises til de specifikke noter for yderligere beskrivelse af de væsentligste regnskabsmæssige valg og skøn.

Konsolideringspraksis

Koncernregnskabet omfatter moderselskabet, Dampskibsselskabet NORDEN A/S, samt virksomheder, hvori moderselskabet har kontrol over de driftsmæssige og finansielle forhold, sædvanligvis ved direkte eller indirekte besiddelse af flertallet af stemmeretighederne (dattervirksomheder).

Der er ved konsolideringen foretaget eliminering af koncerninterne indtægter og omkostninger, aktiebesiddelser, udbytter og mellemværender samt urealiserede interne gevinster og tab ved transaktioner mellem de konsoliderede virksomheder.

De regnskaber, der er anvendt til brug for konsolideringen, er aflagt i overensstemmelse med koncernens regnskabspraksis. Koncernregnskabet er udarbejdet på grundlag af regnskaber for moderselskabet og dattervirksomhederne som et sammendrag af regnskabsposter af ensartet karakter.

Nyerhvervede eller nystiftede virksomheder indregnes i koncernregnskabet fra anskaffelsestidspunktet efter overtagelsesmetoden. Solgte eller afviklede virksomheder indregnes i den konsoliderede resultatopgørelse frem til afståelsestidspunktet. Sammenligningstal korrigeres ikke for nyhvervede, solgte eller afviklede virksomheder.

Vurdering af kontrol ved delt ejerskab – poolsamarbejder og joint ventures

Klassifikationen af aktiviteter og virksomheder, der delvist ejes sammen med andre virksomheder og dermed, hvordan disse aktiviteter og virksomheder behandles i det konsoliderede regnskab, beror i et vist omfang på skøn over formelle og faktiske betingelser.

I forbindelse med vurdering af kontrol er der foretaget en analyse af operatørens rolle i NORDENs aftaler om poolsamarbejde. Operatøren står for den daglige ledelse af aktiviteterne, som udføres inden for rammer fastlagt i fællesskab. Eftersom operatørerne ikke er eksponeret for, og ikke har ret til, afkast udover den deltagende andel, og de efter aftale kan udskiftes, bliver operatørerne betragtet som agenter, som defineret i IFRS 10.

I vurdering af fælles kontrol er der foretaget analyse af, hvilke beslutninger der kræver enstemmighed, og om disse vedrører relevante aktiviteter, det vil sige de aktiviteter, som væsentligt påvirker poolsamarbejdets afkast. Det er vurderet, at fælles kontrol som udgangspunkt eksisterer, når forretningsplaner og budgetter skal vedtages i enstemmighed.

For NORDENs poolsamarbejder kræves enstemmighed i beslutninger om relevante aktiviteter. Det er tillige konstateret, at aftaleparterne har rettigheder og forpligtelser direkte og ubegrænset i ordningernes aktiver og forpligtelser, og da poolsamarbejderne ikke er struktureret i separate juridiske enheder, behandles og klassificeres disse som fælleskontrollerede aktiviteter (joint operations).

Omregning af fremmed valuta

For hver af de rapporterende virksomheder i koncernen fastsættes en funktionel valuta. Den funktionelle valuta er den valuta, som benyttes i det primære økonomiske miljø, hvori den enkelte

rapporterende virksomhed opererer. Transaktioner i andre valutaer end den funktionelle valuta er transaktioner i fremmed valuta.

Transaktioner i fremmed valuta i årets løb omregnes til transaktionsdagens kurs. Gevinster og tab, der opstår mellem transaktionsdagens valutakurs og valutakursen på betalingsdagen, indregnes i resultatopgørelsen under "Finansielle indtægter" eller "Finansielle omkostninger".

Tilgodehavender, gæld og andre monetære poster i fremmed valuta, som ikke er afregnet på rapporteringsdagen, omregnes til rapporteringsdagens valutakurs. Forskelle mellem transaktionsdagens valutakurs og rapporteringsdagens valutakurs indregnes i resultatopgørelsen under "Finansielle indtægter" eller "Finansielle omkostninger".

Valutakursreguleringer af aktier i fremmed valuta, der besiddes med henblik på salg, indregnes på egenkapitalen sammen med de urealiserede dagsværdireguleringer af aktier. Valutakursreguleringer af obligationer i fremmed valuta, der besiddes med henblik på salg, indregnes i resultatopgørelsen under finansielle poster.

Opgørelse af pengestrømme for koncernen

Opgørelsen af pengestrømme viser koncernens pengestrømme for året opdelt på drifts-, investerings- og finansieringsaktivitet, årets forskydning i likviditet samt koncernens likviditet ved årets begyndelse og slutning.

Positive beløb angiver indbetalinger, mens negative beløb angiver udbetalinger.

Pengestrømme fra driftsaktivitet

Pengestrømme fra driftsaktiviteten opgøres som årets resultat reguleret for ikke-kontante resultatposter såsom af- og nedskrivninger, salgsavancer på skibe og dagsværdireguleringer på visse sikringsinstrumenter, ændring i driftskapital, finansielle ind- og udbetalinger og med fradrag eller tillæg af betalte eller modtagne selskabsskatter. Driftskapitalen omfatter kortfristede aktiver minus kortfristede forpligtelser eksklusiv de poster, der indgår i likviditeten.

Pengestrømme fra investeringsaktivitet

Pengestrømme fra investeringsaktiviteten omfatter pengestrømme fra køb og salg af langfristede aktiver.

Pengestrømme fra finansieringsaktivitet

Pengestrømme fra finansieringsaktiviteten omfatter pengestrømme fra optagelse og tilbagebetaling af langfristede forpligtelser samt betaling til og fra kapitalejere.

Likviditet

Likviditet omfatter let realiserbare værdipapirer med en restløbetid på under 3 måneder og likvide beholdninger, hvor der ikke er væsentlige begrænsninger i rådigheden.

2 Styring af risici

Aktiv risikostyring spiller en central rolle i NORDENs strategi om at sikre en stabil indtjening. Det er NORDENs politik, at væsentlige risici alene tages i forhold til fragtmarkeder og heraf afledte risici (kommercielle risici). Øvrige risikofaktorer begrænses ved enten diversificering, garantistillelser eller ved at afdække eksponeringen, når de fremtidige risici er kendt.

Executive Management har ansvaret for at identificere væsentlige risici og udvikle Rederiets risikostyring. Eksponering og udnyttelse af rammer rapporteres månedligt til bestyrelsen.

NORDENs overordnede politikker for styring af risici er uændrede i forhold til året før.

Overordnet risikoprofil

NORDENs aktiviteter medfører eksponering over for en række risikofaktorer, hvoraf de væsentligste vurderes at være:

- Udsving i fragtrater, der påvirker skibsværdierne og indtjeningen på skibskapaciteten
- Kreditrisiko på kunder vedrørende laste- og T/C-kontrakter samt banker og værfter vedrørende henholdsvis indeståender og forudbetalinger på nybygninger

Fragtraterne i tørlastmarkedet faldt kraftigt især i 2. halvår af 2014. Selvom markederne er meget volatile, vurderes det på nuværende tidspunkt, at raterne i tørlast i de kommende par år ligeledes vil holde sig på et relativt lavt niveau. På lidt længere sigt forventes tørlastmarkedet at blive bedre, ligesom det langsigtede tankmarked forventes at udvikle sig positivt i takt med udviklingen i den globale raffinaderisektor. Der vil dog kunne være store udsving i markedet undervejs. Med hensyn til Selskabets kreditrisiko vurderes det, at denne generelt er stigende på grund af de lave fragtrater, men at Selskabets modparter vurderes at have en relativt god bonitet. Dette er sikret ved, at NORDEN gennem en årrække har haft fokus på laste-ejere som modparter.

Kommercielle risici

Udsving i fragtrater

Køb og indbefragtning af skibe indebærer en risiko, da Rederiet påtager sig en økonomisk forpligtelse i forventning om at kunne oppebære en indtjening, der afhænger af fragtmarkedet. For at styre usikkerheden forbundet med indtjeningen afdækkes de fremtidige åbne skibsdage med lastekontrakter, T/C-aftaler og Forward Freight Agreements (FFA'er) i det omfang, ledelsen finder det attraktivt. FFA'er bruges desuden i visse tilfælde til at øge eksponeringen mod markedet samt til fastlåsning af hyren på fy-

NOTER

siske skibe, hvor hyren fastsættes på baggrund af udviklingen i fragtmarkedet (indeks-skibe).

Afdækningen for 2015 udgjorde ved udgangen af 2014 samlet for Tørlast og Tank en værdi på USD 272 mio. (USD 357 mio.) svarende til en afdækning af kapaciteten på henholdsvis 55% (59%) og 18% (24%). Indtjeningen på de resterende 45% og 82% af kapaciteten i henholdsvis Tørlast og Tank er direkte eksponeret over for fragtrateniveauet i 2015. I tilfælde af at den realiserede indsejling på de åbne skibsdage skulle blive 10% lavere end forwardraterne ved begyndelsen af 2015, vil dette alt andet lige betyde et fald i EBITDA i 2015 på USD -15 mio. (USD -33 mio.).

Der henvises i øvrigt til ledelsesberetningens afsnit om kapacitet og afdækning.

Udsving i skibsværdier

Ændringer i skibsværdier har en væsentlig indvirkning på Rederiets værdi, både direkte på værdien af egenflåden og indirekte via værdien af købsoptioner.

NORDEN har konstant fokus på, hvordan porteføljen af egne skibe kan optimeres. Det være sig i relation til brændstoffeffektivisering af den nuværende flåde samt mulighed for udskiftning af ældre skib med nybygninger. Det vurderes fortsat, at nybygninger er væsentligt mere brændstoffeffektive end den nuværende flåde. NORDEN har ved kontrahering af brændstoffeffektive nybygninger igennem de seneste år sikret sig en konkurrencedygtig flåde fremadrettet.

Ved udgangen af 2014 havde Rederiet 60,5 (56) egne skibe og nybygninger. Disse har en samlet markedsværdi på USD 1.462 mio. (USD 1.540 mio.). Et fald i skibspriserne på 10% vil alt andet lige have en negativ indvirkning på værdien på USD 146 mio. (USD 154 mio.). Selskabet har ydermere 67,5 (67,5) certepartier med købs- og forlængelsesoption. Disse optioner er estimeret til en værdi på USD 112 mio. (USD 120 mio.). Et fald på 10% i T/C-rater og priser på brugte skibe ville medføre et fald i denne værdi på USD 17 mio. (USD 28 mio.).

Kreditrisici

NORDEN begrænser sine kreditrisici ved systematisk at kreditvurdere sine modparter og overvåge deres kreditværdighed. Til formålet anvendes egne analyser baseret på eksterne kreditvurderingsbureauer og offentlig tilgængelig information. Hver analyse udmønter sig i en intern rating, der efterfølgende indgår i NORDENs beslutningsgrundlag for, hvor omfattende et engagement kan være.

De interne ratings er sammensat dels af en finansiel, dels af en ikke-finansiel vurdering af modpartens profil. Til hver kategori knytter der sig en rating fra A til D, hvor A er den højeste opnåelige score. Den højeste samlede score er ratingen AA, der typisk omfatter modparter med attraktive ejerskabsstrukturer,

produktionsbaserede forretningsmodeller, godt omdømme og stærke finansielle nøgletal.

Ved udgangen af 2014 var de 20 største modparter i Tørlast fordelt på 5 (5) mineselskaber, 1 (1) energiselskab, 6 (5) industrielle virksomheder, 6 (4) råvaredistributører samt 2 (2) finansielle institutioner. Tilsvarende var de 5 største modparter i Tank 2 (4) olie- og gasselskaber samt 3 (1) shippingselskaber. Samlet udgjorde Rederiets kommercielle krediteksponering ved udgangen af 2014 USD 812 mio. (USD 1.008 mio.) fordelt på USD 709 mio. (USD 916 mio.) i Tørlast og USD 103 mio. (USD 92 mio.) i Tank.

Da en stor del af eksponeringen relaterer sig til enkelte modparter opstår en koncentrationsrisiko. I Tørlast involverede afdækningen af kendte skibsdage 190 (196) modparter, hvoraf de 20 største tegnede sig for 87% (82%) af den afdækkede omsætning i segmentet, mens de 5 største modparter udgjorde 60% (54%). I Tank var afdækningen fordelt på 48 (34) modparter, hvoraf de 5 største stod for 63% (92%) af den afdækkede omsætning i segmentet. Det vurderes, at hovedparten af de henholdsvis 190 og 48 modparter er solide, og NORDEN følger løbende med i disse selskabers resultater og aktiviteter.

I forbindelse med indgåelse af nybygningskontrakter vurderes det, hvorvidt kreditrisikoen vedrørende forudbetalinger til værftet skal minimeres gennem tilbagebetalingsgarantier fra banker med god kreditværdighed.

Bunkerprisisiko

Rederiets største variable omkostning er brændstof i form af bunker, og Rederiets samlede omkostninger vil derfor være afhængige af markedsprisen på bunker.

Rederiet anvender bunkerswaps til afdækning af det fremtidige forbrug af bunker i forbindelse med indgåelse af COA'er i det tilfælde, at der ikke er en bunkerjusteringsklausul i aftalen. Da disse løbende værdireguleres over resultatopgørelsen, vil der opstå en tidsforskydning mellem afdækningen og det underliggende aktivs resultatpåvirkning. Bunkerswaps indgås med bunker af IFO- og MGO-typen som underliggende aktiv. Dele af det faktiske forbrug er dog af andre typer f.eks. bunker med et lavt svovlindhold. Der er derfor en risiko, hvis prisdifferentialet mellem de forskellige typer ændres.

Forbruget af bunker i forbindelse med fremtidige åbne skibsdage afdækkes ikke. Det vurderes, at ændringer i den forventede bunkeromkostning over tid vil reflekteres i fragtraterne, som følge af en gradvis tilpasning i markedet. Yderligere er der en væsentlig usikkerhed omkring hvilken mængde og type af bunker, der skal afdækkes på fremtidige åbne skibsdage.

Operationelle risici

Operationel risiko defineres som risikoen for tab som følge af utilstrækkelige eller fejlslagne interne procedurer, menneskelige fejl eller fejlagtige systemer eller som følge af eksterne begivenheder.

Der er en række risici forbundet med operationen af skibe. De værdimæssigt væsentligste begivenheder, der er omfattet af forsikringsdækning, er olieudslip og totalforlis (mistet værdi af egne skibe, købsoptioner og certepartier). Rederiet sikrer sig mod disse ved at tegne forsikringer hos anerkendte internationale selskaber. Ydermere minimeres disse risici ved at have en moderne flåde og investere i skibenes vedligehold og personalets bevidsthed om ydre og indre miljø. Generelt ses i markedet en forøget operationel risiko, idet mange skibsejere sparer på f.eks. vedligeholdelse grundet dårlige resultater de seneste år. NORDEN har derfor stor fokus på skibenes stand i forbindelse med korttidsindbefragtninger.

I en global virksomhed som NORDEN er det afgørende, at Selskabets IT-systemer altid er tilgængelige. IT-afdelingen har etableret et teknisk beredskab, dvs. et IT-miljø fordelt på 2 driftsteder med dublering af de kritiske systemer. Desuden er der udarbejdet en IT Disaster Recovery Plan, som involverer hele organisationen og understøtter IT-afdelingen i at opnå nøddrift hurtigst muligt i en eventuel katastrofesituation.

Finansielle risici

Den finansielle risiko er risikoen for, at Rederiet mangler finansiering eller likviditet samt risikoen for ufordelagtige bevægelser i Selskabets portefølje af finansielle instrumenter.

Renterisiko

Den del af Rederiets låneforpligtelser, der er indgået med variabel rente og er trukket pr. ultimo 2014, er konverteret til fast rente i hele eller dele af låneperioden ved brug af renteswaps. Renterne på den del af Rederiets variabelt forrentede gæld, som endnu ikke er trukket, er kun i begrænset omfang swappet til fast rente. Som følge af Rederiets betydelige kassebeholdning vil stigende renter påvirke Rederiets resultat positivt på kort sigt, mens stigende renter fra og med 2017 vil have begrænset negativ effekt på resultatet. Overskudslikviditet placeres i fastforrentede korte indskud og i mindre omfang værdipapirer. Rederiets renterisiko påvirker ikke i betydelig grad Rederiets resultater.

Valutarisiko

Rederiets funktionelle valuta er USD. Da administrationsomkostninger og udbytte betales i DKK, opstår der i denne forbindelse en valutarisiko. Rederiet afdækker de forventede administrationsudgifter, der afholdes i DKK, for en periode på mellem 6-24 måneder. I forbindelse med nybygningsbetalinger, typisk i JPY, CNY eller KRW, opstår der en valutarisiko. Denne afdækkes ved brug af terminkontrakter i forbindelse med indgåelse af nybygningsaftalen. Ved udgangen af 2014 var alle nybyg-

ningsbetalinger dog i USD. Aftaleprisen i nogle af Rederiets købsoptioner er fastsat i JPY, og det er Rederiets politik kun at afdække disse, såfremt optionen udnyttes og først på dette tidspunkt.

Likviditetsrisici

Rederiet opretholder et tilstrækkeligt likviditetsberedskab til at håndtere de kortsigtede udsving i pengestrømmene. Usikkerheden forbundet med udviklingen i likviditeten skyldes primært udsving i bunkerpriser og fragtrater. Rederiets interne grænser for den mellemlange likviditetsreserve sikrer en betydelig buffer i forhold til låneporteføljens likviditetskrav. Der udarbejdes likviditetsprognoser på daglig basis for at understøtte likviditetsplanlægningen, ligesom likviditetspåvirkende eksponering mod olie- og fragtderivater rapporteres kontinuerligt.

I forbindelse med indgåelse af finansielle kontrakter herunder bunkerswaps, FFA'er og renteswaps indbetales løbende margin i forhold til instrumentets markedsværdi. Det sikrer, at Rederiets kreditrisiko i forbindelse med disse holdes lav. Da der er tidsmæssige forskydninger mellem den underliggende eksponering og den finansielle kontrakts markedsværdi, kan der som følge af krav om yderligere margin opstå likviditetsforskydninger.

Kapitalstyringsrisici

Rederiets formelle eksterne kapitalkrav er begrænset til moderselskabets og dattervirksomhedernes indskudskapital, hvilket er væsentligt under koncernens egenkapital.

Koncernens egenkapital (eksklusive minoritetsinteresser) udgør 64% (78%) af balancesummen ultimo 2014. Denne betydelige egenkapitalandel skal ses i forhold til de fremtidige betalingsforpligtelser i form af operationelle leasingforpligtelser (T/C-aftaler) og betalinger på nybygninger, som ikke er indregnet i opgørelsen af den finansielle stilling.

Som en del af styringen af NORDENs kapitalstruktur overvåges på månedlig basis Rederiets gearing, der defineres som nettoforpligtelser i forhold til egenkapitalen. Denne ratio er rammebegrænset af bestyrelsen og måtte i 2014 ikke overstige 1,50. Ultimo 2014 udgjorde nettoforpligtelserne 1,09 gange egenkapitalen. Der henvises til side 12 i ledelsesberetningen.

Nettoforpligtelserne måles som forskellen mellem nutidsværdien af de samlede fremtidige T/C-forpligtelser, værftsbetalinger, afdrag på lån fratrukket forventede kontraktlige fragt- og T/C-indbetalinger samt beholdningen af likvider.

NOTER

Oversigt over finansielle risici

Kredit	Nominel værdi		Kommentar til NORDENs politik
	2014	2013	
Fragttilgodehavender	USD 117 mio.	USD 157 mio.	Modparter kreditvurderes løbende.
Bankindsud	USD 188 mio.	USD 394 mio.	Rederiets likviditet placeres udelukkende hos finansielle institutioner med en Moody's kreditrating på minimum A eller klassificerede som systemisk vigtige finansielle institutioner (SIFI).
Obligationer	USD 25 mio.	USD 63 mio.	En mindre del af Rederiets frie kapital er placeret i værdipapirer, som er rated minimum BBB i henhold til S&P ("investment grade"), Baa3 hos Moody's eller tilsvarende kreditværdighed uden officiel rating.
Forudbetalinger til værfter	USD 98 mio.	USD 65 mio.	Nybygningskontrakter med skibsværfter indgås som hovedregel med tilbagebetalingsgarantier stillet af banker med god kreditværdighed. Ud af forudbetalinger til værfter på USD 98 mio. (USD 65 mio.) er der indhentet garantier for USD 53 mio (USD 43 mio.).
FFA'er	Købt netto USD 54 mio.	Købt netto USD 57 mio.	Rederiets FFA'er indgås alene via etablerede clearinghuse og banker for derved at mindske kreditrisikoen, da der sker en daglig marginafregning.
Bunkerswaps	USD 118 mio.	USD 164 mio.	Rederiets bunkerswaps indgås dels med finansielle institutioner og dels med større anerkendte samarbejdspartnere med god kreditværdighed. Desuden oprettes ISDA-aftaler, der sikrer løbende sikkerhedsstillelse.

Marked	Nominel værdi		Følsomhed	Kommentar til NORDENs politik
	2014	2013		
Fragtraterisiko (FFA'er)	Købt netto USD 54 mio.	Købt netto USD 57 mio.	Et fald i fragtraterne på 10% ultimo året ville påvirke nettoresultatet med USD -4 mio. (USD -9 mio.)	Rederiet anvender primært FFA'er til afdækning af fysiske skibsdage og i visse tilfælde til at øge eksponeringen mod markedet. Uanset at der normalt opnås en finansiell effektiv sikring, opfylder FFA'erne ikke de regnskabsmæssige kriterier for behandling som sikringsinstrumenter, og de indregnes derfor selvstændigt i resultatopgørelsen.
Bunkerpriserisiko	USD 118 mio.	USD 164 mio.	Et fald i bunkerpriserne på 10% ultimo året ville påvirke nettoresultatet med USD -8 mio. (USD -17 mio.).	Rederiet anvender kun bunkerswaps til afdækning af sit fremtidige kendte forbrug af bunker i forbindelse med indgåelse af COA'er. Uanset at der opnås en finansiell effektiv sikring, opfylder swap-kontrakterne ikke de regnskabsmæssige kriterier for behandling som sikringsinstrumenter, og de indregnes derfor selvstændigt i resultatopgørelsen.
Valutakursrisiko	USD 7 mio.	USD 11 mio.	En 10% ændring i valutakurser for DKK og JPY ultimo 2014 ville påvirke resultatet med henholdsvis USD 1 mio. (USD 1 mio.) og USD 0 mio. (USD 0 mio.) og egenkapitalen med henholdsvis USD 0 mio. (USD 0 mio.) og USD 0 mio. (USD 0 mio.)	Rederiets funktionelle valuta er USD. Valutarisici opstår derfor i forbindelse med transaktioner i andre valutaer end USD, hvilket omfatter administrationsomkostninger i DKK, udbytte i DKK, betalinger ved køb af skibe – typisk JPY – samt placering af overskudslikviditet i DKK. Udover DKK og JPY er Rederiets eksponering over for valutarisici uvæsentlig.
Renterisiko			Baseret på koncernens likviditet og gæld ultimo 2014 ville en stigning i renten på 1% alt andet lige betyde en resultatpåvirkning før skat på USD 2 mio. (USD 4 mio.), og en egenkapitalpåvirkning på USD 6 mio. (USD 10 mio.)	Rederiets renterisici opstår fra henholdsvis rentebærende aktiver og langfristede gældsforpligtelser. Ved udgangen af 2014 var hovedparten af Rederiets overskydende likviditet placeret på kortvarige indskud til fast rente. Den del af Rederiets låneforpligtelser, der er indgået til variabel rente, er med renteswapforretninger omlagt til fast rente i hele eller dele af låneperioden, hvorfor Rederiets renterisici er begrænsede. En mindre andel af Rederiets likviditet er fortrinsvis placeret i variabelt forrentede obligationer.

Note Beløb i USD 1.000**3 Segmentoplysninger****Regnskabspraksis**

Der gives oplysninger på koncernens 2 forretningssegmenter, Tank og Tørlast. Oplysningerne er baseret på koncernens organisation, forretningsmæssige styring og den interne økonomistyring, herunder økonomi-rapportering til NORDENs operative ledelse.

NORDENs operative ledelsesfunktion udgøres af Executive Management og bestyrelse i forening. Executive Management forstår den daglige ledelse. Bestyrelsen vedtager strategi, handlingsplaner, mål og budgetter, rammer for finansielle og markeds-mæssige risici og fører tilsyn med Executive Management. Executive Management- og bestyrelsesfunktion samt opgaver er nærmere beskrevet i ledelsesberetningen under afsnittet "Ledelsesforhold".

For segmentet Tørlast omfatter ydelserne transport af masse-gods såsom korn, kul, malm og sukker, og for segmentet Tank består NORDENs ydelser af transport af råolie eller raffinerede olieprodukter. Omsætning i NORDENs segmenter omfatter skibenes fragt- og T/C-indtægter fra egne og indbefragtede skibe samt managementindtægter. Der gives ikke segmentoplysninger på geografiske områder, da verdensmarkedet er en sammenhængende enhed, og de enkelte skibes aktiviteter ikke begrænser sig til bestemte dele af verden. Tilsvarende indeholder den interne økonomirapportering til den operative ledelse ikke sådanne oplysninger. Derfor er segmentoplysninger på geografiske områder om henholdsvis omsætning med eksterne kunder og langfristede aktiver ikke mulige.

Den anvendte praksis for segmentoplysningerne er ens i inde-værende og forrige regnskabsperiode.

Præsentation af segmentresultatopgørelsens poster og rækkefølge svarer til NORDENs koncernresultatopgørelse, bortset fra at rejseafhængige omkostninger ikke indgår i posten "Driftsomkostninger skibe", men vises som en særskilt post, således at segmentresultatopgørelsen indeholder subtotalen "T/C-ækvivalentomsætning". Segmentaktivernes benævnelse og indhold svarer til koncernens opgørelse af den finansielle stilling. Der er ingen fordeling af aktiver og forpligtelser på segmenter i den interne økonomirapportering til den operative ledelse. Selskabet har dog alligevel valgt at vise fordeling af aktiver mellem segmenterne. Endvidere vises årets investeringer i langfristede aktiver, antal beskæftigede samt nøgletal, som ligeledes ikke er en del af den løbende interne rapportering.

Der er ingen væsentlige transaktioner mellem segmenterne.

Der er symmetri mellem de metoder, hvorefter relaterede aktiver, passiver og resultatposter fordeles på segmenterne.

Fordelinger mellem Tank og Tørlast er:

- For de poster, som indgår i segmentresultatet, herunder resultatandele af joint ventures, foretages fordeling i det omfang, posterne direkte eller indirekte kan henføres til segmenterne. Poster, som fordeles både ved direkte og indirekte opgørelse, omfatter "Personaleomkostninger" og "Andre eksterne omkostninger". En del af disse poster kan hverken henføres direkte eller indirekte til et segment, hvorfor denne del ikke fordeles. For de poster, som fordeles ved indirekte opgørelse, er fordelingsnøglerne fastlagt ud fra segmentets træk på nøgleressourcer. Finansielle indtægter og omkostninger fordeles ikke, da de anses for at vedrøre NORDEN som helhed. Skat vedrørende de finansielle poster er ikke fordelt. Ikke-fordelt skat herudover vedrører de ikke-fordelte langfristede aktiver.
- Langfristede aktiver i segmentet omfatter de aktiver, som anvendes direkte i segmentets drift, herunder "Skibe" og "Forudbetalinger på skibe og nybygninger" samt "Kapitalandele i joint ventures".
- Kortfristede aktiver fordeles på segmenterne i det omfang, de kan henføres direkte hertil, f.eks. "Beholdninger" og "Fragtilgodehavender". En del af fragtilgodehavenderne kan ikke fordeles direkte, hvorfor fordeling heraf foretages skønsmæssigt.

Ikke-fordelte poster omfatter primært indtægter og omkostninger samt aktiver vedrørende koncernens administrative funktioner, investeringsaktivitet m.v.

Omsætning

Omsætning omfatter nutidsværdien af leverede tjenesteydelser efter fradrag af rabatter. Leverede tjenesteydelser omfatter skibenes fragtindtægter og timecharterindtægter. Omsætningen indregnes i resultatopgørelsen for regnskabsperioden, i takt med at den indtjenes.

Alle fragtindtægter og rejseafhængige omkostninger indregnes i takt med leveringen af fragtydelserne ("percentage of completion"/færdiggørelsesgraden). Ved fastlæggelse af færdiggørelsesgraden anvendes en "discharge-to-discharge"-metode baseret på den procentdel af den estimerede varighed af rejsen, som er gennemført på rapporteringsdatoen. Efter denne metode indregnes fragtindtægter og relaterede omkostninger i resultatopgørelsen i henhold til de indgåede certepartier fra skibets afrejsetidspunkt til levering af lasten (løsning). Afrejsetidspunktet

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

3 Segmentoplysninger – fortsat

defineres som tidspunktet for seneste losning, og rejsen løber til tidspunktet for næste losning ("discharge-to-discharge"). Dette omfatter således alle spotrejser samt rejser vedrørende Contracts of Affreightment (COA'er).

Demurrage indregnes, hvis kravet anses for sandsynligt.

For skibe på timecharter, det vil sige operationelle leasingaftaler, indtægtsføres charterhyren lineært over kontraktens løbetid.

Andre driftsindtægter

Managementindtægter, hovedsageligt indtægter i forbindelse med administration af poolsamarbejder, indtægtsføres i takt med levering af ydelserne i henhold til managementaftalerne.

Driftsomkostninger skibe

Driftsomkostninger skibe omfatter de omkostninger, eksklusive afskrivninger, der er medgået til at opnå årets omsætning. I driftsomkostninger skibe indgår således charterhyre for operationelt indbefragtede skibe, bunkerolieforbrug, øvrige rejseafhængige omkostninger såsom kommissioner og havneomkostninger, reparations- og vedligeholdelsesomkostninger, forsikringsomkostninger, løn til skibenes besætning samt drifts-

omkostninger i øvrigt. Driftsomkostninger skibe periodiseres i lighed med omsætningen i takt med leveringen af ydelser i henhold til de indgåede certepartier.

Andre eksterne omkostninger

Andre eksterne omkostninger omfatter omkostninger til ejendomme, rejser, kontorhold, eksternt bistand m.v.

Salgsavancer og tab skibe m.v.

Salgsavancer og tab på skibe opgøres som forskellen mellem salgsprisen for skibet med fradrag af salgsomkostninger og den regnskabsmæssige værdi af det solgte skib på leveringstidspunktet. Endvidere indgår eventuelle tab og gevinster ved indfrielse af tilhørende finansiering.

Tilsvarende indgår avance og tab ved salg af øvrige materielle aktiver.

Regnskabsmæssige valg og skøn

Ved indregning af fragtindtægter og rejseafhængige omkostninger herunder nettoindtægter fra poolsamarbejder foretager ledelsen skøn af afslutningstidspunkter for rejser m.v.

Note	Beløb i USD 1.000	Tørlast	Tank	Ikke fordelt	I alt
3	Segmentoplysninger – fortsat				
	2014				
	Omsætning – tjenesteydelser, ekstern	1.600.758	437.349	0	2.038.107
	Rejseafhængige omkostninger	-798.462	-191.625	0	-990.087
	T/C-ækvivalentomsætning	802.296	245.724	0	1.048.020
	Andre driftsindtægter, netto	7.807	141	0	7.948
	Charterhyre for skibe	-1.012.922	-146.322	0	-1.159.244
	Øvrige driftsomkostninger skibe	-53.538	-48.827	0	-102.365
	Andre eksterne omkostninger	-12.168	-2.094	-3.795	-18.057
	Personaleomkostninger, landbaserede medarbejdere	-25.444	-4.379	-7.935	-37.758
	Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	-293.969	44.243	-11.730	-261.456
	Salgsavancer og tab skibe m.v.	21	-25	0	-4
	Af- og nedskrivninger	-34.352	-31.787	-2.050	-68.189
	Resultatandele af joint ventures	-5.974	126	0	-5.848
	Resultat af primær drift (EBIT)	-334.274	12.557	-13.780	-335.497
	Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	-61.864	0	0	-61.864
	Finansielle indtægter	0	0	7.980	7.980
	Finansielle omkostninger	0	0	-23.132	-23.132
	Årets skat	-3.713	-451	1.043	-3.121
	Årets resultat	-399.851	12.106	-27.889	-415.634
	Skibe	535.644	514.420	0	1.050.064
	Ejendom og driftsmidler	12	0	53.810	53.822
	Forudbetalinger på skibe og nybygninger	27.166	70.679	0	97.845
	Kapitalandele i joint ventures	15.756	3.494	0	19.250
	Langfristede aktiver	578.578	588.593	53.810	1.220.981
	Kortfristede aktiver	221.425	69.082	266.528	557.035
	- heraf materielle aktiver bestemt for salg	16.954	0	0	16.954
	Aktiver	800.003	657.675	320.338	1.778.016
	Årets investeringer i langfristede aktiver	33.970	79.786	2.206	115.962
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere eksklusive beskæftigede på T/C-skibe	762	465	22	1.249
	EBIT-margin	-21%	3%	-	-16%
	Afkastningsgrad	-42%	2%	-	-19%

NORDEN har ikke enkeltkunder, hvor den eksterne omsætning overstiger 10% af den samlede omsætning.

Væsentlige ikke-kontante indtægter og omkostninger udover afskrivninger omfatter hensættelser til tab på timecharter-kontrakter på USD 230 mio., dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter på USD 62 mio. samt resultatandele af joint ventures på USD 6 mio. Beløbene indgår i segmentet Tørlast, dog vedrører indtægt på resultatandele af joint ventures på USD 0,1 mio. segmentet Tank.

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	Tørlast	Tank	Ikke fordelt	I alt
3	Segmentoplysninger – fortsat				
	2013				
	Omsætning – tjenesteydelser, ekstern	1.766.194	379.705	0	2.145.899
	Rejseafhængige omkostninger	-897.587	-160.475	0	-1.058.062
	T/C-ækvivalentomsætning	868.607	219.230	0	1.087.837
	Andre driftsindtægter, netto	7.916	139	0	8.055
	Charterhyre for skibe	-795.085	-132.231	0	-927.316
	Øvrige driftsomkostninger skibe	-50.234	-41.747	0	-91.981
	Andre eksterne omkostninger	-10.616	-1.745	-2.922	-15.283
	Personaleomkostninger, landbaserede medarbejdere	-25.722	-4.229	-7.081	-37.032
	Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	-5.134	39.417	-10.003	24.280
	Salgsavancer og tab skibe m.v.	188	2.230	35	2.453
	Af- og nedskrivninger	-42.421	-33.675	-2.949	-79.045
	Resultatandele af joint ventures	1.109	-75	0	1.034
	Resultat af primær drift (EBIT)	-46.258	7.897	-12.917	-51.278
	Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	10.580	0	0	10.580
	Finansielle indtægter	0	0	10.024	10.024
	Finansielle omkostninger	0	0	-12.483	-12.483
	Årets skat	-4.087	-425	-79	-4.591
	Årets resultat	-39.765	7.472	-15.455	-47.748
	Skibe	576.991	500.962	0	1.077.953
	Ejendom og driftsmidler	90	0	53.739	53.829
	Forudbetalinger på skibe og nybygninger	8.616	55.943	0	64.559
	Kapitalandele i joint ventures	15.458	3.390	0	18.848
	Langfristede aktiver	601.155	560.295	53.739	1.215.189
	Kortfristede aktiver	292.665	47.764	505.624	846.053
	- heraf materielle aktiver bestemt for salg	0	0	0	0
	Aktiver	893.820	608.059	559.363	2.061.242
	Årets investeringer i langfristede aktiver	43.522	99.080	1.977	144.579
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere eksklusive beskæftigede på T/C-skibe	736	417	22	1.175
	EBIT-margin	-3%	2%	-	-2%
	Afkastningsgrad	-5%	1%	-	-2%

NORDEN har ikke enkeltkunder, hvor den eksterne omsætning overstiger 10% af den samlede omsætning.

I omsætningen indgår USD 8 mio., som følge af modtagne kompensationer fra modparter vedrørende opsagte T/C-aftaler og lastekontrakter.

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
4	Vederlag til generalforsamlingsvalgt revisor		
	I "Andre eksterne omkostninger" indgår følgende honorarer til PricewaterhouseCoopers:		
	Revision	294	294
	Andre erklæringsopgaver med sikkerhed	29	32
	Skatterådgivning	55	58
	Andre ydelser	198	179
	I alt	576	563
5	Personaleomkostninger		
	Landbaserede medarbejdere:		
	Vederlag og gager	33.378	32.349
	Pensioner – bidragsbaserede ordninger	1.814	1.657
	Andre omkostninger, social sikring	1.173	933
	Aktiebaseret vederlæggelse	1.393	2.093
		37.758	37.032
	Søfolk – beløbet indgår i posten "Driftsomkostninger skibe":		
	Vederlag, gager og hyre	39.678	36.958
	Pensioner – bidragsbaserede ordninger	1.429	1.471
	Andre omkostninger, social sikring	1.495	1.396
		42.602	39.825
	I alt	80.360	76.857
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere:		
	Landbaserede medarbejdere	283	260
	Søfolk	966	915
	I alt	1.249	1.175

Personaleomkostninger og gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere er eksklusive beskæftigede på T/C-skibe, men inkluderer beskæftigede medarbejdere og disses lønomkostninger afholdt af eksterne tekniske managers.

	2014		2013	
	Moder-selskabets bestyrelse	Moder-selskabets Executive Management	Moder-selskabets bestyrelse	Moder-selskabets Executive Management
Vederlag og gager	1.021	3.216	1.010	4.345
Andre omkostninger, social sikring	0	2	0	2
Aktiebaseret vederlæggelse	0	462	0	850
I alt	1.021	3.680	1.010	5.197

Adm. direktør Carsten Mortensen fratrådte ved udgangen af juni 2014. Vederlaget til Executive Management omfatter kun gage til tidligere adm. direktør Carsten Mortensen i perioden frem til hans fratrædelse.

For bonus- og fratrædelsesordninger for Executive Management og en række ledende medarbejdere henvises til afsnittet "Ledelsen" i ledelsens beretning for en nærmere beskrivelse.

Der henvises i øvrigt til note 28, hvor aktiebaseret vederlæggelse er omtalt.

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

6 Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter

Regnskabspraksis

Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter omfatter dagsværdiændringer af afledte finansielle instrumenter, som anvendes til sikring af fremtidige køb af bunker og fragttindtægter, men hvor de regnskabsmæssige betingelser for sikring ikke er opfyldt. I takt med at disse sikringsinstrumenter realiseres, reklassificeres de akkumulerede dagsværdireguleringer til samme resultatpost som den sikrede transaktion.

Dagsværdiregulering af visse afledte finansielle sikringsinstrumenter, som ikke opfylder de regnskabsmæssige betingelser for behandling som sikringsinstrumenter, udgør:

	2014	2013
Bunkerhedging:		
2013	0	709
2014	-6.081	904
2015	-27.540	252
2016	-4.026	-9
2017-2019	-4.914	-3
	-42.561	1.853
Realiseret dagsværdiregulering reklassificeret til "Driftsomkostninger skibe"	3.512	-1.048
	-39.049	805
Forward Freight Agreements:		
2013	0	-4.370
2014	-3.927	1.938
2015	-11.656	6.408
2016	-8.694	4.545
	-24.277	8.521
Realiseret dagsværdiregulering reklassificeret til "Omsætning"	1.462	1.254
	-22.815	9.775
I alt	-61.864	10.580
7 Finansielle indtægter		
Aktieudbytter	604	288
Renteindtægter	3.002	4.992
Derivater	4.374	110
Valutakursreguleringer	0	4.634
I alt	7.980	10.024
8 Finansielle omkostninger		
Renteomkostninger, langfristet gæld m.v.	12.716	9.507
Værdipapirer, kurstab	1.679	219
Derivater	0	2.757
Valutakursreguleringer	8.737	0
I alt	23.132	12.483

Note Beløb i USD 1.000

9 Skat

Regnskabspraksis

Rederiets aktuelle skat sammensætter sig af skat opgjort efter reglerne i tonnageskatteoven, for så vidt angår rederivirksomhed, og efter almindelige skatteregler, for så vidt angår nettofinansielleposter og øvrige aktiviteter. Øvrige aktiviteter omfatter udlejning af domicilejendom og managementindtægter. Rederivirksomheden beskattes på grundlag af den nettotonnage (skibe), som moderselskabet råder over.

På basis af moderselskabets planlagte anvendelse af skibe, henholdsvis afvikling af de genvundne afskrivninger, indebærer tonnageskatteordningen ikke en forpligtelse, hvorfor der ikke indregnes udskudt skat herpå i opgørelsen af den finansielle stilling. Forpligtelsen anses derfor som en eventualforpligtelse. For koncernens og moderselskabets øvrige aktiviteter påhviler der heller ikke udskudt skat.

Regnskabsmæssige valg og skøn

Med udgangspunkt i NORDENs forretningsplaner er moderselskabet med bindende virkning for en 10-årig periode tilmeldt den danske tonnageskatteordning fra og med 2011.

Eventualskatten, som oplyses i denne note, kan blive en aktuel skat, hvis tonnageskatteordningen opgives, Rederiets nettoinvesteringer i skibe falder væsentligt, eller Rederiet likvideres. NORDENs forretningsplaner udgør derfor en væsentlig forudsætning for dette skøn.

Endvidere er skattereglerne komplicerede, når et selskab har aktiviteter, som omfattes af dels tonnagebeskatningen og dels almindelig beskatning. Ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst foretages der skøn, som ved en senere ligning fra skattemyndighederne kan resultere i korrektioner af tidligere skøn over indregnede skatteaktiver og -forpligtelser i opgørelsen af den finansielle stilling.

	2014	2013
Skat af årets resultat	3.630	4.780
Regulering til tidligere års skat	-509	-189
I alt	3.121	4.591
Skat af årets resultat forklares således:		
Resultat før skat	-412.513	-43.157
- heraf resultat fra dansk tonnageaktivitet	272.492	33.058
	-140.021	-10.099
Beregnet skat heraf, 24,5% (25%)	-34.305	-2.525
Skatteeffekt af:		
- Højere/lavere skatteprocent i dattervirksomheder	31.138	2.532
- Andet	3.021	822
	-146	829
Tonnageskat	3.776	3.951
I alt	3.630	4.780
Hvis Rederiets nettoinvesteringer i skibe falder væsentligt, eller Rederiet likvideres, udløses eventualskatten fra tiden inden indtræden i tonnage-skatteordningen. Dette vurderes dog usandsynligt.		
Eventualskat under tonnageskatteordningen	16.318	16.318

Eventualskat er beregnet med 22% (22%) svarende til skattesatsen for 2016 og fremover.

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
10	Indtjening pr. aktie (EPS)		
	Basis:		
	Årets resultat til aktionærene i NORDEN	-415.634	-47.746
	Vejet, gennemsnitlig antal aktier (tusind)	40.459	40.770
	Indtjening pr. aktie (USD pr. aktie)	-10,27	-1,17
	Udvandet:		
	Vejet, gennemsnitlig antal aktier (tusind)	40.459	40.770
	Regulering for aktieoptioner (tusind)	0	0
	Vejet, gennemsnitlig antal aktier for udvandet indtjening pr. aktie (tusind)	40.459	40.770
	Udvandet indtjening pr. aktie (USD pr. aktie)	-10,27	-1,17

11 Materielle aktiver

Regnskabspraksis

Materielle aktiver måles til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger.

Kostprisen omfatter anskaffelsesprisen med tillæg af omkostninger direkte tilknyttet anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klart til at blive taget i brug.

Låneomkostninger fra såvel specifik som generel låntagning, der direkte vedrører kvalificerede aktiver med længerevarende fremstillingsperiode, henføres i fremstillingsperioden til kostprisen.

Afskrivningsgrundlaget opgøres som forskellen mellem kostprisen og den anslåede scrapværdi. Scrapværdien for skibe fastsættes med udgangspunkt i markedspris pr. ton letvægt for skrotning af skibet.

Afskrivningsgrundlaget fordeles lineært over aktiverens forventede brugstid, der udgør:

Bygninger	50 år
Skibe, herunder finansielt leasede skibe	25 år
Driftsmateriel og inventar	3-10 år

Skibenes dokningsomkostninger aktiveres og afskrives over perioden indtil næste dokning.

Der afskrives ikke på grunde.

For brugte skibe fastsættes afskrivningsperioden under hensyntagen til skibenes tilstand og alder på anskaffelsestidspunktet, men afskrivningsperioden overstiger ikke 25 år fra værftslevering.

Brugstider og scrapværdier revurderes årligt.

Forudbetalinger på nybygninger aktiveres som skibe under opførelse, efterhånden som de betales. Ved levering af skibet reklassificeres til posten "Skibe".

Den regnskabsmæssige værdi af materielle aktiver vurderes årligt for at afgøre, om der er indikation af værdiforringelse ud over det, som udtrykkes ved afskrivning. Der foretages nedskrivningstest, såfremt der er forhold, der indikerer, at den regnskabsmæssige værdi af aktivet overstiger værdien af de forventede pengestrømme fra aktivet. Er dette tilfældet, foretages nedskrivning til den lavere genindvindingsværdi. Genindvindingsværdien for aktivet opgøres som den højeste værdi af netto-salgsværdien og kapitalværdien ("value in use"). Såfremt det ikke er muligt at fastsætte genindvindingsværdien for det enkelte aktiv, vurderes nedskrivningsbehovet for den mindste gruppe af aktiver, hvor det er muligt at opgøre genindvindingsværdien (pengestrømsgenererende enhed).

Ledelsens vurdering af nedskrivningsbehov på skibe og forudbetalinger på nybygninger sker ud fra de pengestrømsgenererende enheder, som skibe m.v. indgår i. Dette er sædvanligvis den samlede flåde inden for NORDENS 2 segmenter, Tank og Tørlast.

Note Beløb i USD 1.000**11 Materielle aktiver – fortsat**

Såfremt nettosalgsværdien af Rederiets skibe og nybygninger, udtrykt ved gennemsnittet af 3 mæglervurderinger, er lavere end de regnskabsmæssige værdier og kostpriser på nybygninger, skal der således foretages en yderligere nedskrivningstest baseret på "value in use". Nedskrivningstesten sker for NORDENs 2 pengestrømsgenererende enheder (CGU'er), Tørlast og Tank, idet skibene inden for disse 2 segmenter sædvanligvis kan disponeres på porteføljebasis. Nedskrivningstesten sker ved at opgøre genindvindingsværdien ved fortsat brug ("value in use") beregnet som nutidsværdien af de samlede forventede pengestrømme i skibenes økonomiske restlevetid, inklusive indgåede COA'er, timecharters med en diskonteringsrate (WACC) på 8% og ved brug af estimerede rater på baggrund af historiske data for ikke afdækket kapacitet. Såfremt "value in use" er negativ samtidig med, at genindvindingsværdien for egne skibe vurderes til at understøtte de regnskabsmæssige værdier, hensættes der til tabsgivende timecharter-kontrakter.

Vedrørende hensættelse til tabsgivende timecharter-kontrakter henvises til note 21.

Regnskabsmæssige valg og skøn

Koncernens valg af historisk kostpris som basis for måling af de materielle aktiver – skibe – i stedet for måling til dagsværdi har væsentlig betydning for den regnskabsmæssige opgørelse af koncernens og moderselskabets resultat og egenkapital.

Væsentlige regnskabsmæssige skøn omfatter blandt andet skøn af brugstider, scrapværdi og nedskrivninger på materielle aktiver.

Ledelsen har med virkning fra 1. januar 2014 ændret sit skøn af skibenes forventede brugstid fra 20 år til 25 år samt scrapværdier. Ændringen af brugstiden er begrundet i, at erfaringer har vist, at NORDENs skibstyper først skrottes efter 25-30 år. Endvidere anvender hovedparten af de rederier, som NORDEN normalt sammenligner sig med, ligeledes en brugstid på 25 år. Ændringen af scrapværdien er baseret på den stigende markedspris på scrapstål.

Den samlede effekt af de ændrede skøn i perioden påvirker EBIT positivt med USD 19 mio under posten "Af- og nedskrivninger" samt posten "Skibe" i opgørelsen af den finansielle stilling med et tilsvarende beløb.

Ved udgangen af regnskabsåret var markedsværdien af flåden (eksklusive joint ventures og aktiver bestemt for salg) USD 62 mio. (USD 83 mio.) under de regnskabsmæssige værdier, og forskellen fordelte sig på de 2 CGU'er Tørlast og Tank med henholdsvis USD -27 mio. (USD 54 mio.) og USD -35 mio. (USD 29 mio.). Der er foretaget nedskrivningstest for CGU'erne ved opgørelse af kapitalværdien ved fortsat brug ("value in use"), hvor de langsigtede værdier vurderes.

Som følge af det store antal åbne skibsdage ved udgangen af regnskabsåret var "value in use"-beregningen meget følsom overfor selv små ændringer i fragtraterne. Som et eksempel på denne følsomhed ville en ændring på USD 1.000 pr. dag i de langsigtede fragtrater alt andet lige ændre CGU-værdierne med USD 181 mio. (USD 149 mio) i Tørlast og USD 114 mio. (USD 91 mio.) i Tank.

Se afsnittet "Regnskabsberetning" i ledelsens beretning for en nærmere beskrivelse af nedskrivningstesten ved udgangen af regnskabsåret.

Ledelsen vurderer, at de langsigtede værdier ved udgangen af regnskabsåret af såvel Tørlast- som Tankflåden matcher de regnskabsmæssige værdier og finder derfor ikke anledning til at foretage yderligere nedskrivninger eller yderligere hensættelse til tabsgivende timecharter-kontrakter.

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

11 Materielle aktiver – fortsat

2014	Skibe	Ejendom og drifts- midler	Forud- betalinger på skibe og nybygninger	I alt
Kostpris 1. januar	1.614.716	77.060	64.559	1.756.335
Årets tilgang	17.791	2.206	90.415	110.412
Årets afgang	0	-334	0	-334
Overførsler i årets løb	57.129	0	-57.129	0
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	-71.092	0	0	-71.092
Kostpris 31. december	1.618.544	78.932	97.845	1.795.321
Afskrivninger 1. januar	-313.153	-23.231	0	-336.384
Årets afskrivninger	-62.573	-2.137	0	-64.710
Tilbageførte afskrivninger på afhændede aktiver	0	258	0	258
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	30.856	0	0	30.856
Afskrivninger 31. december	-344.870	-25.110	0	-369.980
Nedskrivninger 1. januar	-223.610	0	0	-223.610
Nedskrivninger 31. december	-223.610	0	0	-223.610
Regnskabsmæssig værdi 31. december	1.050.064	53.822	97.845	1.201.731

Forsikringssum på skibe USD 1.241 mio.

2013	Skibe	Ejendom og drifts- midler	Forud- betalinger på skibe og nybygninger	I alt
Kostpris 1. januar	1.415.146	76.733	126.717	1.618.596
Årets tilgang	14.904	1.977	122.508	139.389
Årets afgang	0	-1.650	0	-1.650
Overførsler i årets løb	184.666	0	-184.666	0
Kostpris 31. december	1.614.716	77.060	64.559	1.756.335
Afskrivninger 1. januar	-237.217	-20.932	0	-258.149
Årets afskrivninger	-75.936	-3.109	0	-79.045
Tilbageførte afskrivninger på afhændede aktiver	0	810	0	810
Afskrivninger 31. december	-313.153	-23.231	0	-336.384
Nedskrivninger 1. januar	-210.710	0	-12.900	-223.610
Overførsler i årets løb	-12.900	0	12.900	0
Nedskrivninger 31. december	-223.610	0	0	-223.610
Regnskabsmæssig værdi 31. december	1.077.953	53.829	64.559	1.196.341

Forsikringssum på skibe USD 1.404 mio.

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
11	Materielle aktiver – fortsat		
	Kontraktlige forpligtelser		
	Rederiet har indgået aftaler om fremtidig levering af nybyggede skibe og købsoptioner m.v. Den resterende kontraktsum forfalder således:		
	Inden for 1 år	158.973	96.700
	Mellem 2 og 3 år	163.539	160.318
	Efter 3 år	47.322	0
	I alt	369.834	257.018

I de kontraktlige nybygningsforpligtelser indgår betalinger på USD 53 mio. i 2015 vedrørende 2 solgte nybygningskontrakter, hvor værftet ikke formelt har underskrevet transport til køber.

Der henvises til note 24 om sikkerhedsstillelser i skibe.

12 Kapitalandele i joint ventures og indregning af fælleskontrollerede aktiviteter

NORDEN har fællesledede arrangementer som omfatter både fælleskontrollerede virksomheder (joint ventures) og fælleskontrollerede aktiviteter (joint operations). I joint ventures har deltagerne ikke den direkte andel i aktiver og forpligtelser m.v., men alene en andel i nettoresultatet og egenkapitalen. Joint operations giver til gengæld parterne direkte adgang til aktiverne, og gør dem direkte ansvarlige for forpligtelserne. Hver part i joint operations indregner sin del af aktiver, forpligtelser, indtægter og omkostninger.

Joint ventures

Regnskabspraksis

I koncernens resultatopgørelse indregnes koncernens andel af joint ventures' resultat efter skat for året under posten "Resultatandele af joint ventures".

Virksomheder, der aftalemæssigt ledes i fællesskab sammen med en eller flere andre virksomheder og således er under fælles kontrol, indregnes i koncernregnskabet efter den indre værdis metode.

I koncernens opgørelse af den finansielle stilling medregnes således under posten "Kapitalandele i joint ventures" koncernens andel af den regnskabsmæssige indre værdi af joint ventures, opgjort efter koncernens regnskabspraksis med fradrag eller tillæg af andelen af urealiserede koncerninterne avancer eller tab.

Joint ventures med negativ regnskabsmæssig indre værdi værdiansættes til USD 0 mio. Har koncernen en retlig eller en faktisk forpligtelse til at dække virksomhedens underbalance, indregnes denne ved nedskrivning af eventuelt tilgodehavende hos joint venture selskabet eller under forpligtelser.

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
12	Kapitalandele i joint ventures og indregning af fælleskontrollerede aktiviteter – fortsat		
	Kostpris 1. januar	24.015	19.176
	Årets tilgang	5.550	5.000
	Årets afgang	0	-161
	Kostpris 31. december	29.565	24.015
	Værdireguleringer 1. januar	4.833	3.739
	Andel af årets resultat	-5.848	1.034
	Tilbageført værdiregulering på årets afgang	0	75
	Overført til modregning i tilgodehavender	722	0
	Udbetalt udbytte	-22	-15
	Værdireguleringer 31. december	-315	4.833
	Nedskrivninger 1. januar	-10.000	-10.000
	Nedskrivninger 31. december	-10.000	-10.000
	Regnskabsmæssig værdi 31. december	19.250	18.848

Kapitalandele omfatter:	Ejerandel	Resultatandele af joint ventures		Regnskabsmæssig værdi	
		2014	2013	2014	2013
Norient Product Pool ApS, Danmark	50%	107	-100	3.450	3.343
Norient Cyprus Ltd., Cypern	50%	19	25	44	47
ANL Maritime Services Pte. Ltd., Singapore	50%	0	6	0	0
NORD SUMMIT Pte. Ltd., Singapore	50%	-593	170	15.756	12.799
Polar Navigation Pte. Ltd., Singapore	50%	-5.381	933	0	2.659
I alt		-5.848	1.034	19.250	18.848

	2014	2013
Garantier vedrørende joint ventures	45.480	51.540
Betalingsforpligtelser vedrørende joint ventures	53.745	25.770
Hovedtallene (100%)		
Omsætning og øvrige indtægter	33.502	41.685
Omkostninger	45.198	39.617
Langfristede aktiver	67.866	55.126
Kortfristede aktiver	48.835	31.159
- heraf likvider	41.059	10.357
Langfristede forpligtelser, lån	54.750	36.150
Kortfristede forpligtelser	25.108	14.096
Resultat i alt	-11.696	2.068
NORDENs resultatandel	-5.848	1.034
Regnskabsmæssig værdi i alt	36.843	36.039
Regulering	1.657	1.657
NORDENs regnskabsmæssige værdi	19.250	18.848

Der er ikke væsentlige restriktioner på udlodning fra joint ventures.

Note Beløb i USD 1.000

12 Kapitalandele i joint ventures og indregning af fælleskontrollerede aktiviteter – fortsat

Fælleskontrollerede aktiviteter

Regnskabspraksis

NORDENs aktiviteter som rederivirksomhed udføres for en dels vedkommende gennem poolsamarbejder. I pools indregnes omsætning og relaterede omkostninger efter tilsvarende kriterier, som anvendes af NORDEN.

For skibe, der indgår i poolsamarbejder, fordeles resultatet af poolen mellem pooldeltagerne på grundlag af et aftalt princip. Det aftalte princip kan være forskellig fra pool til pool. Generelt fordeles resultatet af poolen mellem deltagerne i forhold til det antal dage, hvor skibene har været disponible i poolen, men vægtet for skibenes forskellige kapacitet og egenskaber.

Poolsamarbejder anses for fælleskontrollerede aktiviteter. Det betyder, at for skibe, der indgår i poolsamarbejder, præsenteres den forholdsmæssige andel af indtægterne og omkostningerne brutto i resultatopgørelsen. Det vil eksempelvis sige, at andel af omsætning i pools indregnes under regnskabsposten "Omsætning", mens den forholdsmæssige andel af omkostninger i pools, såsom direkte rejseomkostninger (eksempelvis bunker, kommissioner og havneomkostninger) og charterhyre for indchartret pooltonnage, indregnes under regnskabsposten "Driftsomkostninger skibe". Tilsvarende indregnes NORDENs andel af aktiver og forpligtelser i poolsamarbejder, ligesom NORDENs andel af øvrige forpligtelser m.v. anføres i noterne.

NORDEN er operatør af enkelte pools. Som pooloperatør modtager NORDEN en managementindtægt til dækning af omkostningerne forbundet hermed. Managementindtægter beregnes som en fast procentdel af charter-/fragtindtægten i hver aftale. Managementindtægten indregnes i resultatopgørelsen under posten "Andre driftsindtægter" samtidig med indregningen af den underliggende charter-/fragtaftale.

Fælleskontrollerede aktiviteter omfatter følgende pools, som alle er hjemmehørende i Danmark:

Norient – Handy Pool

Norient – MR Pool

Norient – Short Term Tank Pool

Norient LR1 Pool

NORDEN Post-Panamax Pool

NORDEN Handysize Pool

NORDEN fungerer som manager af de 2 sidstnævnte pools.

Nedenstående oversigt viser NORDENs samlede forpligtelser og afdækninger vedrørende fælleskontrollerede aktiviteter i tilfælde af, at øvrige poolpartnere ikke er i stand til at overholde deres forpligtelser.

	2014	2013
Andel af ikke-indregnede gældsforpligtelser, hvor der hæftes solidarisk	14.078	16.584
Fremtidige operationelle leasingforpligtelser:		
Inden for 1 år	12.320	13.318
I alt*	12.320	13.318
Fremtidige lastekontrakter:		
Inden for 1 år	21.394	40.116
Mellem 1-5 år	40.430	40.812
Efter 5 år	54.592	67.132
I alt*	116.416	148.060
Fremtidige operationelle leasingindtægter:		
Inden for 1 år	70.456	111.913
Mellem 1-5 år	18.194	2.679
I alt*	88.650	114.592

Der er ikke herudover indskudskrav eller væsentlige eventualforpligtelser i fælleskontrollerede aktiviteter.

* I note 22 og 25 "Operationelle leasingforpligtelser" og "Lastekontrakter og operationelle leasingindtægter" er NORDENs forventede andel heraf medtaget.

Koncernen deltager desuden i sædvanlige profit sharing-aftaler for 4 (4) skibe, hvor "profit sharing" for skibene er 50%. Der er ikke indskudskrav eller væsentlige eventualforpligtelser knyttet til aftalerne.

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

13 Beholdninger

Regnskabspraksis

Beholdninger omfatter primært oliebeholdninger ombord på skibe. Beholdningerne måles til kostpris efter FIFO-metoden eller til nettorealiseringsværdi, hvis denne er lavere.

14 Tilgodehavender

Regnskabspraksis

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris fratrukket reservation til tab ved værdiforringelse.

Regnskabsmæssige valg og skøn

Skøn over reservation til tab foretages på baggrund af en individuel vurdering af kundernes betalingsevne under hensyntagen til historiske oplysninger om betalingsmønstre, dubiøse tilgodehavender, kundekonzentrationer, kundernes kreditværdighed og modtagne sikkerheder samt økonomiske konjunkturer. Foretagne skøn opdateres, såfremt debitorens betalingsevne ændres.

Det skønnes, at de foretagne nedskrivninger er tilstrækkelige til dækning af tab.

	2014	2013
Fragttilgodehavender	120.965	162.029
Nedskrivning til dækning af tab	-3.911	-5.411
Fragttilgodehavender, netto	117.054	156.618
Tilgodehavender hos joint ventures	5.831	4.119
Andre tilgodehavender	45.020	26.650
I alt	167.905	187.387
Dagsværdien af tilgodehavender udgør:		
Fragttilgodehavender	117.054	156.618
Tilgodehavender hos joint ventures	5.831	4.119
Andre tilgodehavender	45.020	26.650
I alt	167.905	187.387
Udviklingen i nedskrivninger på fragttilgodehavender:		
Nedskrivninger 1. januar	-5.411	-5.305
Anvendte nedskrivninger i årets løb	1.500	900
Tilbageførte nedskrivninger	220	3.900
Årets nedskrivninger	-220	-4.906
Nedskrivninger 31. december	-3.911	-5.411
Fragttilgodehavender, hvorpå der er foretaget nedskrivning til dækning af tab, udgør:	5.783	8.897
Forfaldne fragttilgodehavender, hvorpå der ikke er foretaget nedskrivning til dækning af tab, udgør:		
- forfaldne under 3 måneder	1.872	3.396
I alt	1.872	3.396

Note Beløb i USD 1.000**14 Tilgodehavender – fortsat**

Der forventes ikke at være tab på andre tilgodehavender, hvorfor der ikke er foretaget nedskrivninger herpå. Der er nedskrevet USD 722 på joint ventures.

Vedrørende fragttilgodehavender har Rederiet sædvanligvis mulighed for at tage sikkerhed i lasten. Se endvidere note 2.

Den regnskabsmæssige værdi af tilgodehavender er fordelt på følgende valutaer:

	2014	2013
USD	166.804	186.378
DKK	279	287
Andre valutaer	822	722
I alt	167.905	187.387

Der henvises til note 33 for dagsværdihierarkiet.

15 Værdipapirer**Regnskabspraksis**

Aktier og obligationer, der besiddes med henblik på salg, indregnes under kortfristede aktiver til dagsværdi på handelsdatoen og måles efterfølgende til børskurs (salgskurs) for børsnoterede papirer og til dagsværdi ved brug af en værdiansættelsesmetode for unoterede værdipapirer.

Ved værdiforringelse foretages nedskrivning. Værdireguleringer af aktier og obligationer indregnes under finansielle poster, når de er realiserede. Indtil realisation indregnes værdireguleringer af børsnoterede aktier og obligationer under anden totalindkomst på reserve for værdipapirer, dog bortset fra valutakursreguleringer på obligationer i fremmed valuta, som indregnes i resultatopgørelsen under finansielle poster.

	2014	2013
Aktier	14.905	16.809
Obligationer	24.967	63.017
I alt	39.872	79.826

Der henvises til note 33 for dagsværdihierarkiet.

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
16 Likvider			
Regnskabspraksis			
Likvider måles i opgørelsen af den finansielle stilling til nominal værdi.			
Anfordringstilgodehavender og kassebeholdning		30.310	29.590
Pengemarkedsplaceringer		157.647	364.694
Øvrige likvider		10.437	11.951
Likvider ifølge opgørelsen af den finansielle stilling		198.394	406.235
- heraf likvider med renteaftale over 3 måneder m.v.		61.015	187.460
Likvider ifølge opgørelsen af pengestrømme		137.379	218.775
Pengemarkedsplaceringer ultimo har en løbetid på op til		271 dage	245 dage
Der er pengeplaceringer vedrørende skibslån i BNP Paribas på USD 8 mio. (USD 8 mio.), som løber indtil 2021.			
I forbindelse med handel med afledte finansielle instrumenter har NORDEN etableret marginkonti med DNB, NASDAQ OMX og Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) i form af kontanter.			
Pr. 31. december udgør likvide midler på marginkonti, der er stillet til sikkerhed		10.390	11.930

Note Beløb i USD 1.000

17 Materielle aktiver bestemt for salg

Regnskabspraksis

Materielle aktiver bestemt for salg omfatter skibe, hvor salget gennemføres inden for 12 måneder fra balancedagen og forudbetalinger på nybygninger under opførelse, hvor salget gennemføres ved levering inden for 12 måneder fra balancedagen.

Skibe og forudbetalinger på skibe bestemt for salg måles til laveste værdi af den regnskabsmæssige værdi og dagsværdi med fradrag af salgsomkostninger og indregnes under kortfristede aktiver.

For skibe, som er bestemt for salg, foretages ikke afskrivninger, såfremt scrapværdien (salgsværdien) er lig med eller højere end skibets regnskabsmæssige værdi.

Aktiver og direkte tilknyttede forpligtelser i relation til materielle aktiver bestemt for salg indregnes i særskilte regnskabsposter i opgørelsen af den finansielle stilling.

Gevinster og tab indgår i resultatopgørelsen i posten "Salgsavancer og tab skibe m.v." og indregnes ved levering for gevinsterne og ved klassificering som "bestemt for salg" for tab.

	2014	2013
Materielle aktiver bestemt for salg – skibe:		
Regnskabsmæssig værdi 1. januar	0	45.879
Årets tilgang til materielle aktiver bestemt for salg	0	190
Årets tilgang fra skibe	40.236	0
Årets afgang	-19.803	-46.069
Årets nedskrivning	-3.479	0
Regnskabsmæssig værdi 31. december	16.954	0
Forsikringssum på aktiver bestemt for salg USD 25 mio.		
18 Reserver		
Værdipapirer:		
Dagsværdiregulering 1. januar	13.871	13.578
Årets dagsværdiregulering, netto	762	512
Overført til finansielle poster	-1.679	-219
Dagsværdiregulering 31. december	12.954	13.871
Pengestrømsafdækninger:		
Dagsværdiregulering 1. januar	-5.737	-10.031
Årets dagsværdiregulering, netto	294	4.294
Dagsværdiregulering 31. december	-5.443	-5.737
I alt	7.511	8.134

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

19 Egenkapital

Regnskabspraksis

Udbytte

Udbytte indregnes som en forpligtelse på tidspunktet for vedtagelse på generalforsamlingen. Udbytte, som ledelsen foreslår udbetalt for året, oplyses under egenkapitalen.

Egne aktier

Anskaffelses- og afståelsessummer samt udbytte for egne aktier indregnes direkte i overført resultat i egenkapitalen.

Aktiekapitalen består af 42.200.000 stk. à nom. DKK 1. Ingen aktier er tillagt særlige rettigheder eller restriktioner.

Egne aktier	Antal styk		Nominel værdi (tDKK)		% af aktiekapital	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013
1. januar	2.229.012	1.722.161	2.229	1.722	5,18	4,00
Købt	347.255	718.857	347	719	0,82	1,67
Uddelt	0	-483	0	0	0,00	0,00
Solgt	-36.322	-211.523	-36	-212	-0,09	-0,49
Annuleret	-800.000	0	-800	0	-1,90	0,00
31. december	1.739.945	2.229.012	1.740	2.229	4,12	5,18

Rederiet kan i henhold til generalforsamlingens bemyndigelse erhverve maksimalt 4.220.000 stk. egne aktier svarende til 10% af aktiekapitalen.

Egne aktier erhverves blandt andet med henblik på afdækning af forpligtelser i forbindelse med aktiebaseret vederlæggelse jf. note 28.

Rederiet har i 2014 erhvervet egne aktier 347.255 stk. svarende til en købspris på tDKK 77.797 (tUSD 14.203), samt afhændet egne aktier 36.322 stk. med en værdi på tDKK 6.791 (tUSD 1.260). Endvidere har Rederiet annulleret egne aktier 800.000 stk. svarende til en nominal værdi på tDKK 800 (tUSD 127).

Rederiet erhvervede i 2013 egne aktier 718.857 stk. svarende til en købspris på tDKK 146.359 (tUSD 26.122), samt afhændede egne aktier 212.006 stk. med en værdi på tDKK 37.382 (tUSD 6.757), inklusive uddeling af medarbejderaktier 483 stk.

Rederiets udestående aktier udgør 1. januar 2014 i alt 40.770.988 stk. á DKK 1 og 31. december 2014 i alt 40.460.055 stk. á DKK 1.

Note Beløb i USD 1.000**20 Bankgæld****Regnskabspraksis**

Bankgæld indregnes ved låneoptagelsen til det modtagne provenu med fradrag af afholdte transaktionsomkostninger. I efterfølgende perioder måles lånene til amortiseret kostpris svarende til den kapitaliserede værdi ved anvendelse af lånets effektive rente på låneoptagelsestidspunktet. Således indregnes forskellen mellem provenuet og den nominelle værdi i resultatopgørelsen som en renteomkostning over låneperioden. Provision betalt for etablering af en lånefacilitet indregnes som transaktionsomkostninger i det omfang, det er sandsynligt, at faciliteten vil blive udnyttet. I det omfang, det ikke er sandsynligt, at faciliteten helt eller delvist vil blive udnyttet, indregnes provisionen som en forudbetaling for at få stillet faciliteten til rådighed og amortiseres over den periode, som faciliteten stilles til rådighed i.

Rentebærende forpligtelser omfatter bankgæld, der indgår med følgende poster:

	2014	2013
Afdrag på langfristede forpligtelser inden for 1 år	27.647	27.647
Langfristede forpligtelser mellem 1-5 år	110.587	110.587
Langfristede forpligtelser over 5 år	92.321	119.981
I alt	230.555	258.215
For rentebærende forpligtelser udgør:		
Regnskabsmæssig værdi:		
Fast forrentede lån	25.240	25.240
Variabelt forrentede lån*	212.339	241.053
Låneomkostninger	-7.024	-8.078
I alt	230.555	258.215
Dagsværdi:		
Fast forrentede lån	26.772	25.088
Variabelt forrentede lån*	212.339	241.053
I alt	239.111	266.141

* De variabelt forrentede lån er delvist afdækket ved renteswaps jf. note 26.

Pantsætninger og sikkerhedsstillelser afgivet i forbindelse med gældsforpligtelser fremgår af note 24.

Der henvises til note 33 for dagsværdihierarkiet.

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

21 Hensatte forpligtelser

Regnskabspraksis

Hensatte forpligtelser indregnes, når koncernen som følge af en begivenhed indtruffet før eller på rapporteringsdagen har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at der må afgives økonomiske fordele for at indfri forpligtelsen.

Hensatte forpligtelser omfatter hensættelse til dokning for bareboat-indbefragtede skibe samt hensættelse på tabsgivende timecharter-kontrakter.

De hensatte forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen i posten "Driftsomkostninger skibe".

Regnskabsmæssige valg og skøn

Opgørelsen af hensættelserne er baseret på ledelsens bedste skøn over fremtidige begivenheder og er derfor forbundet med væsentlig usikkerhed.

Hensættelse til dokning afsættes løbende med et beløb svarende til en forholdsmæssig andel af de skønnede omkostninger til det enkelte skibs næste dokning.

Hensatte forpligtelser vedrørende tabsgivende timecharter-kontrakter indregnes, når kontraktopfyldelsen uundgåeligt vil medføre et tab. Hensættelsen måles efter ledelsens bedste skøn over de forventede fremtidige fragt- og charterrater og måles til nettorealiseringsværdi. Ved vurderingen indgår blandt andet vurdering af den fremtidige udvikling i henholdsvis verdensflåden, fragtmængder, historiske rater og nuværende markedsrater.

Der er stor usikkerhed forbundet med fastsættelse af niveauet af de fremtidige fragtrater, og beregningen af hensættelsen på tabsgivende kontrakter er meget følsom over for ændringer i fragtraterne. Således vil en ændring i de fremtidige fragtrater på USD +/- 1.000 pr. dag ændre hensættelsen på de tabsgivende kontrakter på USD 230 mio. med USD +/- 56 mio.

Se note 11 for yderligere beskrivelse af indregning og måling af hensættelse til tabsgivende timecharter-kontrakter.

2014	Tabsgivende kontrakter	Dokning	I alt
Hensatte forpligtelser 1. januar	0	0	0
Årets hensatte forpligtelser	230.169	291	230.460
Tilbageførte hensatte forpligtelser i årets løb	0	0	0
Hensatte forpligtelser 31. december	230.169	291	230.460
Hensatte forpligtelser fordeler sig således:			
Inden for 1 år	80.474	0	80.474
Mellem 1-5 år	146.632	291	146.923
Efter 5 år	3.063	0	3.063
I alt	230.169	291	230.460

Note Beløb i USD 1.000

22 Operationelle leasingforpligtelser

Regnskabspraksis

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

Regnskabsmæssige valg og skøn

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

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

Leasingaftalerne er oprindelig indgået med en uopsigelig leasingperiode fra begge parter side på op til 11 år. Visse leasingaftaler giver mulighed for forlængelse i yderligere 1 år ad gangen i op til 3 år. Leasingaftalerne kan endvidere indeholde købsoptioner, der typisk kan udnyttes efter udløbet af det 3. år til og med udløbet af forlængelsesperioden. Udnyttelsen af købsoptionen for det enkelte skib er baseret på en konkret vurdering. Ingen af leasingaftalerne indeholder betingede leasingydelser.

	2014			2013		
	Tørlast	Tank	I alt	Tørlast	Tank	I alt
Inden for 1 år	316.504	110.597	427.101	391.709	119.055	510.764
Mellem 1-5 år	816.997	118.272	935.269	866.078	142.481	1.008.559
Efter 5 år	351.107	10.556	361.663	484.340	7.285	491.625
I alt	1.484.608	239.425	1.724.033	1.742.127	268.821	2.010.948
- heraf hensat*	230.169	0	230.169	0	0	0
I alt	1.254.439	239.425	1.493.864	1.742.127	268.821	2.010.948

* Hensættelse til tabsgivende timecharter-kontrakter. Der henvises til note 21.

For oplysninger om skibsdage fordelt på år henvises til kapacitetsafdækningen i ledelsens beretning. For oplysninger om Rederiets certepartier med købsoption henvises til afsnittene "Flådens udvikling" og "Flådens værdier" i ledelsens beretning.

I ovenstående indgår NORDENS forventede andel af fælleskontrollerede operationelle leasingforpligtelser. Der henvises til note 12.

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

23 Ikke-indregnede eventualaktiver og eventualforpligtelser

Regnskabspraksis

Eventualaktiver indregnes, når det er så godt som sikkert, at sagen vil få et positivt udfald for koncernen. En eventualforpligtelse indregnes, hvis det er sandsynligt, at sagen vil få et negativt resultat, og beløbet er estimerbart. Er dette ikke tilfældet, oplyses forholdet nedenfor. Afgørelser i tilknytning til sådanne forhold kan i kommende regnskabsperioder medføre realiserede gevinster eller tab, der kan afvige væsentligt fra de indregnede beløb eller oplysninger.

Regnskabsmæssige valg og skøn

Oplysninger om eventualaktiver og -forpligtelser, samt hvornår der skal ske indregning som aktiv henholdsvis forpligtelse, er baseret på vurderinger af det forventede udfald af de enkelte sager. Vurderingerne foretages på grundlag af juridiske vurderinger af de indgåede aftaler, som i væsentlige sager også omfatter vurderinger indhentet af eksterne rådgivere, der blandt andet omfatter advokater.

	2014	2013
Eventualaktiver		
Koncernen har rejst krav imod tredjemand vedrørende manglende overholdelse af indgåede lasteaftaler m.v. Koncernen og dens juridiske rådgivere anser kravene for berettigede og sandsynlige.		
Der er usikkerhed om, hvornår kravene forventes afgjort samt det økonomiske udfald heraf. Der er ikke foretaget indregning heraf, idet aktivernes eksistens er afhængig af flere usikre fremtidige begivenheder, som er uden for koncernens kontrol, og dermed er det ikke så godt som sikkert, at der er et aktiv.	6.250	7.275
Eventualforpligtelser		
Garantiforpligtelser overstiger ikke	25	137
Der er rejst krav mod koncernen, primært vedrørende tilbageleveringskrav og kommissioner m.v. Koncernen og dens juridiske rådgiver anser kravene for uberettigede og skønner ikke, at koncernen vil blive påført tab som følge af erstatningssagerne. Den maksimale risiko skønnes at udgøre	4.300	3.300
24 Pantsætninger og sikkerhedsstillelser		
Til sikkerhed for bankgæld	230.555	258.215
er der i skibe (antal)	13	13
med en regnskabsmæssig værdi på	385.795	403.338
registreret pant for	417.026	417.026

Note Beløb i USD 1.000

25 Lastekontrakter og operationelle leasingindtægter

Regnskabspraksis

Aftaler om udbefragtning på timecharter af skibe, hvor alle væsentlige risici og fordele forbundet med ejendomsretten er overført til leasingtager (finansiel leasing), indregnes i opgørelsen af den finansielle stilling som et tilgodehavende. Tilgodehavendet måles på samme vis som leasingforpligtelsen, hvor koncernen er leasingtager, jf. note 22.

Øvrige udbefragtningsaftaler vedrørende skibe betragtes som operationel leasing. Ydelser i forbindelse med operationel leasing indtægtsføres lineært i resultatopgørelsen over leasingperioden.

Regnskabsmæssige valg og skøn

Der henvises til note 22 for regnskabsmæssige valg og skøn.

Koncernen har pr. 31. december indgået lastekontrakter med kunder, som udgør følgende:

	2014			2013		
	Tørlast	Tank	I alt	Tørlast	Tank	I alt
Inden for 1 år	132.150	0	132.150	179.453	0	179.453
Mellem 1-5 år	156.743	0	156.743	170.548	0	170.548
Efter 5 år	115.500	0	115.500	143.820	0	143.820
I alt	404.393	0	404.393	493.821	0	493.821

Koncernen har operationelle leasingindtægter som udgør:

	2014			2013		
	Tørlast	Tank	I alt	Tørlast	Tank	I alt
Inden for 1 år	47.140	32.883	80.023	130.464	47.846	178.310
Mellem 1-5 år	155.787	11.606	167.393	168.025	2.395	170.420
Efter 5 år	88.901	0	88.901	127.251	0	127.251
I alt	291.828	44.489	336.317	425.740	50.241	475.981

I ovenstående indgår NORDENs forventede andel af lastekontrakter og operationelle leasingindtægter. Der henvises til note 12.

26 Finansielle instrumenter

Regnskabspraksis

Afledte finansielle instrumenter indregnes i opgørelsen af den finansielle stilling på handelsdagen til dagsværdi. Positive og negative dagsværdier af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver i "Andre tilgodehavender" henholdsvis under forpligtelser i "Anden gæld".

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter, som sikrer dagsværdien af et indregnet aktiv eller en indregnet forpligtelse, indregnes i resultatopgørelsen under samme regnskabspost som ændringer i den regnskabsmæssige værdi af det sikrede aktiv eller den sikrede forpligtelse.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter, som regnskabsmæssigt sikrer forventede fremtidige transaktioner, indregnes på egenkapitalen under "Reserve for pengestrømsafdekninger", jf. note 18. Resulterer den forventede fremtidige transaktion i anskaffelse af ikke-finansielle aktiver, overføres beløb, som er udskudt under egenkapitalen, fra egenkapitalen til kostprisen for aktivet. Resulterer den forventede fremtidige transaktion i en indtægt eller en omkostning, overføres beløb, som er udskudt under egenkapitalen, fra egenkapitalen til resultatopgørelsen under samme post som den sikrede transaktion.

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

26 Finansielle instrumenter – fortsat

Hovedparten af koncernens afledte finansielle instrumenter giver en effektiv, finansiell sikring i henhold til koncernens risikostyringspolitik. Visse af de afledte finansielle instrumenter (FFA'er og bunkerhedging-kontrakter) anses ikke for at opfylde betingelserne for behandling som sikringsinstrumenter efter de regnskabsmæssige regler. Ændringer i dagsværdien af disse afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen i en særskilt post under finansielle poster benævnt "Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter". I takt med at sikringsinstrumenterne realiseres, reklassificeres de akkumulerede dagsværdireguleringer til samme post som den sikrede transaktion.

Opgørelse af dagsværdi

Ved opgørelse af dagsværdien på unoterede afledte finansielle instrumenter og andre finansielle instrumenter, hvor der ikke findes et aktivt marked, fastsættes dagsværdien efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker. Der anvendes markedsbaserede parametre såsom markedsbaserede rentekurver og terminkurser på valuta ved værdiansættelsen. For bunkerkontrakter er prisen baseret på observerbare børsmarkeder, f.eks. Rotterdam og Singapore. FFA-kontrakter er værdiansat med udgangspunkt i dagligt noterede priser fra Baltic Exchange. For langfristede forpligtelser og andre rentebaserede finansielle instrumenter anvendes en diskonteret værdi af fremtidige pengestrømme til at fastsætte dagsværdien. Som diskonteringsfaktor benyttes en 0-kuponrente med tillæg af virksomhedens rentemarginal.

Dagsværdien for finansielle aktiver og forpligtelser med en løbetid på mindre end 1 år forudsættes at kunne udtrykkes ved de nominelle værdier med fradrag af eventuelle vurderede kreditjusteringer.

Regnskabsmæssig sikring:

Rederiets overordnede styring af risici er beskrevet i note 2, hvortil der henvises.

	2014	2013
Renteswap – cashflow afdækning:		
Kontraktmæssig værdi (restgæld)	271.338	241.052
Markedsmæssig værdi:		
Kontrakter med urealiseret tab (passiv)	-5.443	-5.737
Indregnet på egenkapitalen 31. december	-5.443	-5.737

Alle kontrakter er indgået med en restløbetid på op til 12 år fra rapporteringsdatoen.

Tab og gevinst på afdækningsforretninger, der er ført på reserve for dagsværdi, indregnes i resultatopgørelsen samtidig med betaling af renter på de underliggende lån.

Økonomisk sikring:

Koncernen har pr. 31. december indgået afdækningsforretninger, hvor der ikke benyttes regnskabsmæssig sikring, og som er balanceført med følgende beløb:

	2014			2013		
	Aktiver	Forpligtelser	Netto	Aktiver	Forpligtelser	Netto
Bunkerhedging	2.619	-38.820	-36.201	3.396	-549	2.847
Forward Freight Agreements	0	-17.861	-17.861	16.694	0	16.694
Cross currency swaps	1.116	0	1.116	0	-4.379	-4.379
Valutaterminskontrakter	8.451	0	8.451	0	-11.909	-11.909

Note Beløb i USD 1.000

27 Oplysning om nærtstående parter og transaktioner med disse

Regnskabspraksis

Nærtstående parter omfatter bestyrelse og Executive Management samt disse personers nære familiemedlemmer. Nærtstående parter omfatter endvidere selskaber, hvori førnævnte personkreds har væsentlige interesser, samt selskaber og fonde, der direkte eller indirekte har betydelig indflydelse gennem aktiebesiddelser.

Koncernen har ingen nærtstående parter, som har kontrol over NORDEN.

Dattervirksomheder fremgår af note 32.

Endvidere omfatter de nærtstående parter joint ventures jf. note 12.

Samhandel og mellemværender med nærtstående parter udgør:

	2014	2013
Salg af varer og tjenesteydelser		
- joint ventures	10.733	10.264
Køb af varer og tjenesteydelser		
- joint ventures	8.273	9.201
Udbytte fra		
- joint ventures	21	15
Tilgodehavender hos nærtstående parter		
- joint ventures	5.831	4.119
Gæld til nærtstående parter		
- joint ventures	20	186
Udbytte til nærtstående parter		
- bestyrelse og Executive Management	124	70
- A/S Motortramp	11.851	6.304
- RASMUSSENGRUPPEN AS	4.870	2.590
- A/S Dampskibsselskabet Orients Fond	443	236

Garantier overfor joint ventures er omtalt i note 12.

Mellemværender med joint ventures er driftsrelaterede, usikrede og med sædvanlig forrentning.

Vederlag for konkurrenceklausul til tidligere CEO udgør tUSD 388.

Bestyrelsens og Executive Managements aflønning og aktiebaseret vederlæggelse er omtalt i note 5 og note 28.

Herudover har der ikke i årets løb været gennemført transaktioner med bestyrelse og Executive Management, væsentlige aktionærer eller andre nærtstående parter.

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

28 Aktiebaseret vederlæggelse

Regnskabspraksis

Værdien af serviceydelser modtaget af medarbejdere som modydelse for aktiebaseret incitamentsafslønning måles til dagsværdien af de tildelte optioner og medarbejderaktier. For optionerne indregnes denne dagsværdi i resultatopgørelsen over perioden, hvor endelig ret til optionerne opnås (optjeningsperioden). Dagsværdien af medarbejderaktier indregnes på tildelingstidspunktet. Der indregnes en tilsvarende stigning på egenkapitalen.

Dagsværdien af optionerne fastsættes ved anvendelse af Black-Scholes-værdiansættelsesmodellen under hensyntagen til de til fordelingen knyttede betingelser og det faktiske antal optjente optioner. Ved indregningen skønnes over det forventede antal optioner, der erhverves ret til. Skønnet justeres over optjeningsperioden til det faktiske antal optjente optioner. Dagsværdien af medarbejderaktierne er den noterede kurs (alle handler kl. 17) på tildelingsdagen.

Bestyrelsen har i årene 2009-2014 tildelt en række ledende medarbejdere aktieoptioner omfattende i alt 2.243.175 aktier. Fordeling mellem år og udnyttelsesperioder kan ses nedenfor. For alle programmerne gælder, at optionerne giver ret til køb af en aktie pr. option til en udnyttelseskurs.

Aktieoptionerne kan udnyttes, når der er forløbet mindst 3 år og højst 6 år fra de respektive tildelingstidspunkter. Udnyttelse af optionerne er for Executive Management og de ledende medarbejdere betinget af, at den pågældende på udnyttelsestidspunktet er i uopsagt stilling. Der gælder særlige bestemmelser vedrørende sygdom og død.

Ved udnyttelse skal Executive Management og en del af de ledende medarbejdere geninvestere 25% af en eventuel gevinst efter skat i NORDEN aktier og beholde de pågældende aktier i minimum 2 år. Hvis medarbejderen allerede ejer aktier, kan dette indgå ved opgørelse af investeringsbeløbet.

Udnyttelseskursen fastsættes som et 5-dages gennemsnit af børskursen efter tildelingen med fradrag af alle udbyttebetalinger efter tildelingen og med tillæg af en effektiv forrentning på 8% p.a. for årene frem til eventuel udnyttelse (2009-2010) eller med tillæg af 20% (2011-2012) hhv. 10% (2013-2014) i forholdet til markedskurs på tildelingstidspunktet.

Bevægelsen i antallet af udestående aktieoptioner er følgende:

	2014	2013
	Antal optioner	Antal optioner
Udestående 1. januar	1.358.694	1.211.325
Tildelt i perioden	414.000	400.000
Bortfaldet i perioden	-332.523	-41.108
Udnyttet i perioden*	-36.322	-211.523
Udestående 31. december	1.403.849	1.358.694

* Vejede gennemsnitlige aktiekurs på udnyttelsestidspunkterne er DKK 251.

Note Beløb i USD 1.000
28 Aktiebaseret vederlæggelse – fortsat

Udestående aktieoptioner sammensættes således:

	Antal styk				I alt
	Oprindeligt tildelt i alt	Executive Management	Andre ledende medarbejdere	Øvrige	
Tildelt 9. marts 2009	379.175	5.000	20.665	36.252	61.917
Tildelt 9. marts 2010	350.000	63.662	90.497	69.958	224.117
Tildelt 2. marts 2011	350.000	54.145	95.266	77.242	226.653
Tildelt 7. marts 2012	350.000	50.859	94.619	88.723	234.201
Tildelt 6. marts 2013	400.000	91.979	133.247	92.603	317.829
Tildelt 11. marts 2014*	414.000	91.943	146.901	100.288	339.132
Udestående 31. december	2.243.175	357.588	581.195	465.066	1.403.849

* Heraf blev 14.000 aktieoptioner tildelt ny leder af Teknisk Afdeling ved dennes tiltrædelse 1. maj 2014.

Fordelingen i medarbejderkategorier baseres på medarbejderens titel på tildelingstidspunktet. Ophørte medarbejdere indgår i kategorien "Øvrige". Se afsnittet "Ledelsen" i ledelsens beretning for en nærmere specifikation af aktieoptionerne fordelt på Senior Management ved udgangen af året.

	Pr. option, DKK		Antal styk	Udnyttelsesperiode
	Udnyttelseskurs pr. 31. december 2014	Tildelingskurs		
Tildelt 9. marts 2009	188,02	155,03	61.917	9/3 2012 - 9/3 2015
Tildelt 9. marts 2010	315,02	241,13	224.117	9/3 2013 - 9/3 2016
Tildelt 2. marts 2011	202,39	222,39	226.653	2/3 2014 - 2/3 2017
Tildelt 7. marts 2012	182,70	194,70	234.201	7/3 2015 - 7/3 2018
Tildelt 6. marts 2013	193,95	201,95	317.829	6/3 2016 - 6/3 2019
Tildelt 11. marts 2014	257,62	262,62	339.132	11/3 2017 - 11/3-2020
Udestående 31. december	227,88		1.403.849	

Dagsværdien af tildelte aktieoptioner i 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 og 2014 udgør henholdsvis USD 2,9 mio., USD 3,3 mio., USD 3,4 mio., USD 2,4 mio., USD 1,8 mio. og USD 2,1 mio., der indregnes i resultatopgørelsen over perioden, hvor retten til optionen optjenes, og modposteres på egenkapitalen. Årets omkostning udgør tUSD 1.393 (tUSD 2.093 ekskl. medarbejderaktier).

Den beregnede dagsværdi ved tildeling er baseret på Black-Scholes model for værdiansættelse af optioner. Forudsætningerne for opgørelsen af dagsværdien ved tildelingen var:

	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Volatilitet	25,6%	29,4%	54,8%	58,4%	50,4%	59,4%
Udbyttesats	200%	200%	400%	500%	500%	500%
Risikofri rente	0,24%	0,24%	0,69%	2,38%	1,67%	2,21%
Opskrivning af udnyttelseskurs	10%	10%	20%	20%	8% p.a.	8% p.a.

Alle optioner tildeles og udnyttes på tidligst mulige tidspunkt, dog efter 3,25 år for tildelingen i 2011, 2012, 2013 og 2014.

Den forventede volatilitet er baseret på den historiske volatilitet (beregnet som den vægtede gennemsnitlige restlevetid for tildelte aktieoptioner) justeret for forventede ændringer heraf som følge af offentlig tilgængelig information.

Den forventede løbetid er baseret på den historiske løbetid for tidligere tildelte aktieoptioner.

Det forventede udbytte pr. aktie er baseret på de historiske aktieudbytter.

Den risikofri rente er baseret på danske statsobligationer.

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

29 Likviditetsrisiko

Udløbsprofilen for finansielle aktiver og forpligtelser oplyses efter kategori og klasse fordelt på forfaldsperiode. Alle rentebetalinger og tilbagebetaling af finansielle aktiver og forpligtelser er baseret på kontraktlige aftaler. Rentebetalinger på variabelt forrentede instrumenter er fastsat ved hjælp af en 0-kuponrentestruktur justeret med virksomhedens rentemarginal. Alle pengestrømme er ikke-diskonterede.

	2014				Regnskabs- mæssig værdi
	Løbetidsprofiler			I alt	
	Inden for 1 år	Mellem 1-3 år	Efter 3 år		
Afledte finansielle instrumenter					
Afledte finansielle instrumenter med positiv markedsværdi	10.569	233	817	11.619	12.186
Afledte finansielle instrumenter med negativ markedsværdi	-29.916	-6.934	-1.970	-38.820	-38.820
Pengestrømssikring med negativ markedsværdi	-3.670	-1.740	-390	-5.800	-5.443
Lån og tilgodehavender målt til amortiseret kostpris					
Likvider	198.394	0	0	198.394	198.394
Fragttilgodehavender	117.054	0	0	117.054	117.054
Tilgodehavender hos joint ventures	5.831	0	0	5.831	5.831
Andre tilgodehavender	32.834	0	0	32.834	32.834
I alt	354.113	0	0	354.113	354.113
Finansielle aktiver disponible for salg:					
Obligationer	0	15.452	8.061	23.513	24.967
Finansielle forpligtelser målt til amortiseret kostpris					
Bankgæld*	-34.135	-70.369	-172.506	-277.010	-230.555
Gæld til joint ventures	-20	0	0	-20	-20
Leverandørgæld og anden gæld	-100.799	0	0	-100.799	-100.799
I alt	-134.954	-70.369	-172.506	-377.829	-331.374
Finansielle aktiver, der ikke udgør en del af likviditetsberedskabet					
Finansielle aktiver disponible for salg:					
Noterede aktier	759	0	0	759	759
Unoterede aktier	14.146	0	0	14.146	14.146
I alt	14.905	0	0	14.905	14.905

Note Beløb i USD 1.000

29 Likviditetsrisiko – fortsat

	2013				Regnskabs- mæssig værdi
	Løbetidsprofiler			I alt	
	Inden for 1 år	Mellem 1-3 år	Efter 3 år		
Afledte finansielle instrumenter					
Afledte finansielle instrumenter med positiv markedsværdi	5.527	14.814	19	20.360	20.360
Afledte finansielle instrumenter med negativ markedsværdi	-15.867	-1.250	-934	-18.051	-16.837
Pengestrøms sikring med negativ markedsværdi	-3.641	-3.976	1.930	-5.687	-5.736
Lån og tilgodehavender målt til amortiseret kostpris					
Likvider	406.235	0	0	406.235	406.235
Fragttilgodehavender	156.618	0	0	156.618	156.618
Tilgodehavender hos joint ventures	4.119	0	0	4.119	4.119
Andre tilgodehavender	16.589	0	0	16.589	16.589
I alt	583.561	0	0	583.561	583.561
Finansielle aktiver disponible for salg					
Obligationer	35.018	4.145	21.965	61.128	63.017
Finansielle forpligtelser målt til amortiseret kostpris					
Bankgæld*	-34.445	-70.183	-214.772	-319.400	-258.215
Leverandørgæld og anden gæld	-138.758	0	0	-138.758	-138.758
I alt	-173.203	-70.183	-214.772	-458.158	-396.973
Finansielle aktiver, der ikke udgør en del af likviditetsberedskabet					
Finansielle aktiver disponible for salg:					
Noterede aktier	816	0	0	816	816
Unoterede aktier	15.993	0	0	15.993	15.993
I alt	16.809	0	0	16.809	16.809

* Dagsværdien af bankgæld opgjort som nutidsværdien af forventede fremtidige afdrag og rentebetalinger udgør tUSD 239.111 (tUSD 266.141). Som diskonteringsrente ved nutidsværdiberegningen er anvendt en 0-kuponrente med tilsvarende løbetider justeret med virksomhedens rentemarginal. Dagsværdien af øvrige poster svarer til regnskabsmæssig værdi.

Variabelt forrentede lån har på rapporteringsdagen en rente på 6 måneders LIBOR med tillæg af en margin på op til 1,9%. Ved indgåelse af renteswaps, jf. note 26, er den variable rente omlagt til en fast rente på mellem 1,31%-2,48% for en periode på mellem 1-5 år.

Der henvises til note 33 for dagsværdihierarkiet.

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	2014	2013
30 Ændring i driftskapital			
Beholdninger på skibe		38.850	-566
Tilgodehavender, fragt m.v.		26.641	-39.026
Leverandørgæld og anden gæld m.v.		-64.960	8.502
Dagsværdireguleringer af pengestrømsafdækninger ført på egenkapitalen		294	4.294
I alt		825	-26.796
31 Udbytte			
Beløbet til disposition for udbytte udgør:		399.769	739.558
<p>Udbetalt udbytte i 2014 og 2013 udgør henholdsvis tUSD 39.833 (pr. aktie DKK 5) og tUSD 22.883 (pr. aktie DKK 3). Foreslået udbytte for 2014 udgør tUSD 0 inkl. egne aktier (pr. aktie DKK 0). Udbytteforslaget for 2014 behandles på generalforsamlingen 23. april 2015.</p>			
32 Datterivirksomheder			
De konsoliderede datterivirksomheder er:		Ejerandel	Ejerandel
NORDEN Shipping (Singapore) Pte. Ltd., Singapore		100%	100%
NORDEN Tankers & Bulkera (USA) Inc., USA		100%	100%
NORDEN Tankers & Bulkera do Brazil Ltda., Brasilien		100%	100%
NORDEN Tankers & Bulkera India Pvt. Ltd., Indien		100%	100%
Svalbard Maritime Services AS, Norge		100%	100%
NORDEN Shipping (Australia) Pty. Ltd., Australien		100%	-

Note Beløb i USD 1.000

33 Dagsværdihierarki

Finansielle instrumenter målt til dagsværdi oplyses efter følgende målemæssige hierarki:

Niveau 1: Observerbare markedspriser på identiske instrumenter.

Niveau 2: Værdiansættelsesmodeller primært baseret på observerbare priser eller handlede priser på sammenlignelige instrumenter.

Niveau 3: Værdiansættelsesmodeller primært baseret på ikke observerbare priser.

	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3
Afledte finansielle instrumenter		x	
Noterede aktier	x		
Unoterede aktier			x
Obligationer	x		
Tilgodehavender		x	
Bankgæld		x	
Periodeafgrænsningsposter		x	

Afledte finansielle instrumenter: Dagsværdien af NORDENs valutaterminskontrakter samt andre afledte finansielle instrumenter (råvareinstrumenter) anses for dagsværdimåling på niveau 2, da dagsværdien kan fastsættes direkte ud fra de offentliggjorte valutakurser samt stillede forwardrenter og -rater på rapporteringsdatoen.

Noterede aktier og obligationer: Dagsværdimåling af aktier og obligationer er på niveau 1, da dagsværdien fastsættes ud fra børskurser.

Unoterede aktier: Dagsværdien er baseret på offentliggjorte regnskaber, hvorfor niveau 3. Årets dagsværdiregulering udgør tUSD -1.847 (tUSD 668).

Øvrige finansielle instrumenter: Dagsværdien af NORDENs øvrige finansielle instrumenter anses for dagsværdimåling på niveau 2, da dagsværdien fastsættes på basis af handlede priser.

34 Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

Der henvises til side 7 i ledelsens beretning.

FORKLARING AF HOVED- OG NØGLETAL

Hoved- og nøgletal er beregnet i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings "Anbefalinger & Nøgletal 2010". NORDEN afviger dog fra anbefalingen i beregningen af EBITDA, idet Rederiet ikke indregner gevinster og tab fra salg af skibe i EBITDA. Denne post inkluderes i det primære driftsresultat (EBIT).

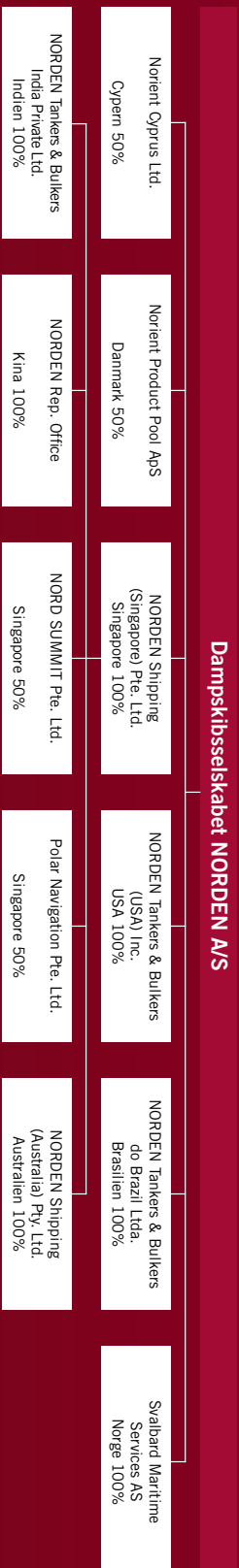
De i hoved- og nøgletaloversigten anførte nøgletal er beregnet således:

Afkast af investeret kapital (ROIC)	=	$\frac{\text{Resultat af primær drift} \times 100}{\text{Gennemsnitligt investeret kapital}}$
Afkastningsgrad	=	$\frac{\text{Resultat af primær drift} \times 100}{\text{Balancesum, ultimo}}$
Aktiekurs ultimo pr. aktie á DKK 1	=	Den på NASDAQ OMX København A/S sidst noterede gennemsnitskurs for alle handler med Selskabets aktier pr. rapporteringsdagen
EBITDA	=	Resultat før salgsvancer, finansielle poster, skat, afskrivninger og amortisering
EBITDA-ratio	=	$\frac{\text{EBITDA} \times 100}{\text{Nettoomsætningen}}$
Egenkapitalforrentning i % (ROE)	=	$\frac{\text{Årets resultat ekskl. minoritetsinteresser} \times 100}{\text{Gennemsnitlig egenkapital ekskl. minoritetsinteresser}}$
Indre værdi pr. aktie á DKK 1	=	$\frac{\text{Egenkapital ekskl. minoritetsinteresser, ultimo}}{\text{Antal aktier ekskl. egne aktier, ultimo}}$
Investeret kapital	=	Egenkapital inkl. minoritetsinteresser + netto rentebærende gæld, ultimo
Kurs/indre værdi	=	$\frac{\text{Aktiekurs ultimo pr. aktie á DKK 1}}{\text{Indre værdi pr. aktie á DKK 1}}$
Netto rentebærende gæld	=	Rentebærende gæld fratrukket likvide beholdninger og værdipapirer, ultimo
Overskudsgrad (EBIT-margin)	=	$\frac{\text{Resultat af primær drift} \times 100}{\text{Nettoomsætningen}}$
Payout-ratio	=	$\frac{\text{Udbytte (ekskl. egne aktier)} \times 100}{\text{Årets resultat ekskl. minoritetsinteresser}}$
Resultat pr. aktie á DKK 1	=	$\frac{\text{Årets resultat}}{\text{Antal aktier ekskl. egne aktier, ultimo}}$
Soliditet	=	$\frac{\text{Egenkapital ultimo ekskl. minoritetsinteresser} \times 100}{\text{Samlede aktiver}}$
Totalafkast	=	Samlet afkast af en aktie til aktionærerne baseret på aktiekursudvikling og udbetalte udbytter. Udbytter antages geninvesteret i aktien. Afkast er beregnet på USD basis.
Udbytteafkast	=	$\frac{\text{Udbytte pr. aktie} \times 100}{\text{Aktiekurs}}$
USD-kurs ultimo	=	Den af Danmarks Nationalbank offentliggjorte kurs målt i DKK pr. USD 100, ultimo

FAGUDTRYK OG FORKORTELSER

- A ACM** Skibsmæglerfirma.
- Afdækning** Tal for, hvor stor en del af skibsdagene, der er sikret beskæftigelse.
- Aktiv flåde** Egne skibe, indbefragtede skibe med købsoption og skibe indbefragtet uden købsoption eller kun til enkelte rejser.
- Aktiv kerneflåde** Egne skibe og indbefragtede skibe med købsoption.
- B Baltic Clean Tanker Index (BCTI)** Indeks på udviklingen i produkttankrater på udvalgte ruter for Handysize, MR og LR1.
- Baltic Dry Index (BDI)** Indeks på udviklingen i tørlastrater på udvalgte ruter for Handysize, Supramax, Panamax og Capesize.
- Bareboat-indbefragte** Lejestaftale, der udelukkende omfatter skib.
- Bloomberg** Leverandør af finansielle nyheder og data.
- Bruttogearing** Rederiets nettoforpligtelser i forhold til den bogførte egenkapital før modregning af kontraktuelt sikrede indtjeningsstrømme.
- Bunker** Brændstof til skibene.
- Bunkerhedning** Terminsaftale om køb/salg af bunkerolie til en i forvejen aftalt pris.
- C Capesize** Tørlastskib i størrelsen over 120.000 tdw.
- CDP** Verdens eneste globale leverandør til investorer af virksomheders data om deres miljøpåvirkning.
- Certeparti** Aftale mellem reder og befragter gældende for et længere tidsrum eller for en enkelt rejse.
- Clarksons** Skibsmæglerfirma.
- CO₂** Kuldioxid.
- COA (Contract of Affreightment/lastekontrakt)** Aftale om transport af en eller flere laster til en i forvejen aftalt pris pr. ton.
- Consultas** Shippingsystem, som bruges af Teknisk Afdeling i forbindelse med vedligeholdelse af skibene, indkøb, rejserapportering m.v.
- CSR (Corporate Social Responsibility)** Virksomheders samfundsansvar.
- E EBIT** Resultat før finansielle poster og skat.
- Eco-skib** Skib med forbedret brændstofeffektivitet.
- EEOI (Energy Efficiency Operational Indicator)** Beregnings- og analysesystem, som bruges ved måling af CO₂-udledning fra skibene.
- F FFA (Forward Freight Agreement/termins-lastekontrakt)** Terminsaftale om køb/salg af fremtidige fragtrater for en given skibstype og rute til en i forvejen aftalt pris.
- Forwardrate** Markedets forventning til fremtidigt rateniveau.
- H Handysize** Tørlastskib på 25.000-40.000 tdw. eller produkttankskib på 27.000-42.000 tdw.
- I IAS** International Accounting Standards.
- IEA** International Energy Agency.
- IFRS** International Financial Reporting Standards.
- IMF** International Monetary Fund, Den Internationale Valutafond.
- IMO** International Maritime Organisation. Søfartsorganisation under FN.
- IMOS** Shippingsystem, som støtter befragtning, operation og regnskabsrelaterede funktioner for NORDENS og Norient Product Pools flåde af tørlast- og produkttankskibe.
- INTERTANKO** Internationale sammenslutning af uafhængige tankskibsejere.
- K Kommerciel management** Aftale om at beskæftige et skib for reders regning og risiko.
- Korttidsindbefragte** Aftale om leje af skib, der løber i mindre end 3 år.
- Købsoption** En ret, men ikke en pligt, til at købe et skib til en aftalt pris.
- L Langtidsindbefragte** Aftale om leje af skib i mere end 3 år.
- Lastekontrakt** Se COA.
- Linjefart** Sejlads på faste ruter.
- M MACN** Maritime Anti-Corruption Network.
- MARPOL** IMO's internationale bestemmelse om forebyggelse af forurening ved affald fra skibe.
- MR-tanker (medium range)** Produkttankskib på 42.000-60.000 tdw.
- MSI** Maritime Strategies International Ltd.
- N Net Asset Value (NAV)** Bogført egenkapital justeret for markedsværdien af flåden.
- Nettogearing** Rederiets nettoforpligtelser i forhold til den bogførte egenkapital efter modregning af kontraktuelt sikrede indtjeningsstrømme.
- O OECD** Organisationen for økonomisk samarbejde og udvikling med fokus på markedsøkonomi.
- Operatørprofit** Merværdi i forhold til indtjeningen ved beskæftigelse til forwardraterne primo året.
- P Panamax** Tørlastskib på 65.000-85.000 tdw. – største skibstype, der kan passere Panamakanalen.
- Pool** Gruppe af skibe, der har forskellige ejere, men drives kommercielt samlet.
- Port State Control** Landenes tekniske inspektion af fremmede skibe, der anløber deres havne.
- Post-Panamax** Tørlastskib på 85.000-120.000 tdw.
- Produkttank** Sejlads med raffinerede olieprodukter som fuelolie, gasolie, benzin, nafta og flybrændstof.
- R ROE** Egenkapitalforrentning.
- ROIC** Afkast af investeret kapital.
- R.S. Platou** Skibsmæglerfirma.
- S Skibsdage** Samlet antal dage, hvor skibskapacitet er til rådighed.
- SO_x** Svovloxiderne SO og SO₂.
- Spotmarked** Marked for kontrahering af skibe på rejsebasis med øjeblikkelig levering.
- SSY** Skibsmæglerfirma.
- Supramax** Tørlastskib på 40.000-65.000 tdw.
- T Tankskib** Skib, der transporterer flydende laster, f.eks. råolie og raffinerede olieprodukter.
- T/C (timecharter)** Aftale om udlejning af et skib for en kortere eller længere periode.
- T/C-ækvivalent (timecharter-ækvivalent)** Fragtindtægter minus bunkerforbrug og havneomkostninger.
- Tdw.** Tons dødvægt. Betegnelse for et skibs lastekapacitet.
- Teknisk management** Aftale om at varetage et skibs tekniske drift og bemanning for reders regning og risiko.
- Terminslastekontrakt** Se FFA.
- Ton-mil** Mål for fragtefterspørgsel. Udregnes som lastmængde gange tilbagelagt distance i sømil.
- Trampfar** Sejlads uden fast ruteplan – NORDENS forretningsområde.
- Tørlastskib** Skib til transport af korn, kul, malm, sukker, cement m.v.
- U UN Global Compact** FN's sociale charter for bl.a. virksomheder.
- USDA** United States Department of Agriculture.
- V Vetting** Inspektion af tankskibes sikkerhedsmæssige og operationelle præstationsniveau, som udføres af samtlige store olieselskaber, inden et certeparti indgås.

KONCERNSTRUKTUR



SELSKABSOPLYSNINGER

Selskabet

Dampskibsselskabet NORDEN A/S
Strandvejen 52
2900 Hellerup
Telefon: +45 3315 0451
Telefax: +45 3315 6199

CVR-nr.: 67 75 89 19
Regnskabsår: 1. januar - 31. december
Hjemstedskommune: Gentofte

Telefax Tankafdeling: +45 3393 1599
Telefax Tørlastafdeling: +45 3271 0799
Telefax Teknisk Afdeling: +45 3393 3733
Hjemmeside: www.ds-norden.com
E-mail: direktion@ds-norden.com

Bestyrelse

Mogens Hugo, formand
Klaus Nyborg, næstformand
Alison J. F. Riegels
Erling Højsgaard
Karsten Knudsen
Arvid Grundekjøn
Ole Clausen (medarbejdervalgt)
Anne-Katrine Nedergaard (medarbejdervalgt)
Lars Enkegaard Biilmann (medarbejdervalgt)

Executive Management (direktion)

Michael Tønnes Jørgensen, finansdirektør (CFO)
Ejner Bonderup, koncerndirektør
Lars Bagge Christensen, koncerndirektør
Martin Badsted, koncerndirektør

Revision

PricewaterhouseCoopers, Statsaut. Revisionspartnerselskab
Strandvejen 44
2900 Hellerup
Danmark

Generalforsamling

Den ordinære generalforsamling afholdes torsdag 23. april 2015 kl. 15.00 i Audience på Radisson Blu Falconer Hotel & Conference Center, Falkoner Allé 9, 2000 Frederiksberg

Dampskibsselskabet NORDEN A/S

Strandvejen 52
2900 Hellerup
Danmark

Telefon: +45 3315 0451

www.ds-norden.com

CVR-nr. 67 75 89 19

24*7 seas