



ÅRSRAPPORT 2011

INDHOLD

LEDELSENS BERETNING

Hovedpunkter 2011-12	3
Hoved- og nøgletal for koncernen	4
Strategisk opdatering	5
Forventninger til 2012	8
Flådens udvikling	12
Flådens værdier	14
Flådens omkostninger	16
Finansielle forhold	17
Tørlast	18
Tank	24
Organisation	30
Kompetencer og systemer	31
Vederlagsforhold	32
Ledelsesforhold	33
Bestyrelsen	35
Ledergruppen	36
Aktionærforhold	38
Samfundsforhold	40
Regnskabsberetning	43

PÅTEGNINGER	46
-------------	----

KONCERNREGNSKAB

Resultatopgørelse	48
Opgørelse af totalindkomst	49
Opgørelse af den finansielle stilling	50
Opgørelse af pengestrømme	52
Egenkapitalopgørelse	53
Noteoversigt	54
Noter	55
Væsentlig anvendt regnskabspraksis	55
Styring af risici	64

MODERSELSKABS- REGNSKAB

Resultatopgørelse	86
Balance	87
Egenkapitalopgørelse	89
Noter	90
Anvendt regnskabspraksis	90

FORKLARING AF HOVED- OG NØGLETAL	98
-------------------------------------	----

FAGUDTRYK OG FORKORTELSER	99
------------------------------	----

SELSKABSOPLYSNINGER OG KONCERNSTRUKTUR

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
Alison J. F. Riegels, næstformand
Erling Højsgaard
Karsten Knudsen
Arvid Grundekjøn
Benn Pymont Johansen (medarbejdervalgt)
Bent Torry Kjæreby Sørensen (medarbejdervalgt)
Lars Enkegaard Biilmann (medarbejdervalgt)

Direktion

Carsten Mortensen, adm. direktør (CEO)
Michael Tønnes Jørgensen, finansdirektør (CFO)

Revision

PricewaterhouseCoopers, Statsaut. Revisionspartnerselskab
Strandvejen 44
2900 Hellerup
Danmark

Generalforsamling

Den ordinære generalforsamling afholdes onsdag
11. april 2012 kl. 15.00 i Audience på Radisson Blu
Falconer Hotel & Conference Center, Falkoner Allé 9,
2000 Frederiksberg.

VISION, MISSION OG VÆRDIER

Vision

The preferred partner in global tramp shipping.
Unique people.
Open minded team spirit.
Number one.

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.

Værdier

Flexibility
Adapt and find better solutions.

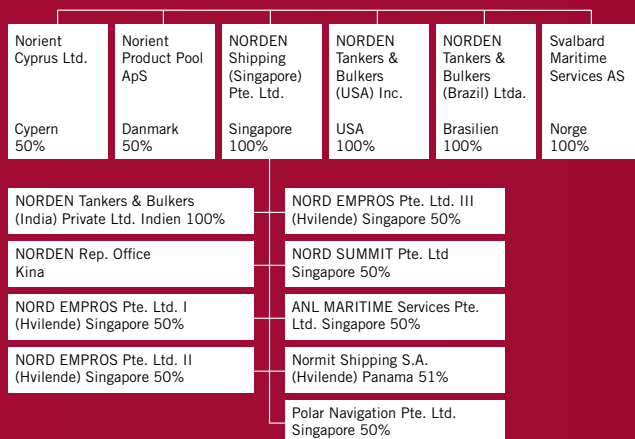
Reliability
Honest, good intentions and no cheating.

Empathy
Respect diversity in people and opinions.

Ambition
Think ambition into every activity.

KONCERNSTRUKTUR

Dampskibsselskabet NORDEN A/S



NORDEN KORT FORTALT

Dampskibsselskabet NORDEN A/S (NORDEN) opererer globalt i tørlast og produkttank med en af industriens mest moderne og konkurrencedygtige flåder. NORDEN opererer i alt 238 skibe.

Desuden opereres skibe fra tredjepart i pools, som NORDEN enten er medejer af eller leder. Det er Norient Product Pool, NORDEN Post-Panamax Pool og NORDEN Handysize Pool.

I Tørlast er NORDEN aktiv i alle væsentlige skibstyper. I Panamax og Handymax er NORDEN en af verdens største operatører, og hertil kommer voksende aktiviteter i Handysize og Post-Panamax, ligesom NORDEN også er aktiv i Capesize. Udover Rederiets egne skibe driver NORDEN Handysize Pool og NORDEN Post-Panamax Pool tonnage fra Interorient Navigation Company Ltd. (INC).

I Tank omfatter aktiviteterne Handysize, MR og LR1 produkt-tankskibe. NORDENs skibe drives kommercielt af den 50% ejede Norient Product Pool, som også opererer skibe fra INC og er en af verdens største produkttankpools.

NORDENs kerneflåde består af egne skibe og langtidsindbefragtede skibe med købsoption. Kerneflåden suppleres med skibe, der indbefragtes for kortere tid eller blot til enkelte rejser, og dette mix gør det muligt hurtigt at tilpasse flådens størrelse og omkostninger til ændringer i markedet. Købs- og forlængelsesoptioner på mange indchartrede skibe øger flådens fleksibilitet og bidrager også til værdiskabelsen.

Rederiet har kontorer i Danmark, Singapore, Kina, Indien, USA og Brasilien, et netværk af port captains samt site offices på skibsværfter i Korea, Kina, Vietnam og Japan. Der er 259 ansatte på land og 793 søfolk på egne skibe. Desuden har Norient Product Pool 47 medarbejdere på sine kontorer i Danmark, Cypern, Singapore, USA og Brasilien (under etablering).

NORDEN blev stiftet og børsnoteret i 1871 og er et af verdens ældste børsnoterede rederier. Det ledelsesmæssige fokus er langsigtet og forankret i Rederiets vision, mission og værdier. Målet er, at NORDEN konstant udvikler sig til gavn for sine interessenter og opnår en stabil, høj indtjening. Aktien er noteret på NASDAQ OMX København A/S, og der er ca. 17.500 navnenoterede aktionærer.

Tal er opgjort pr. 31. december 2011.

HOVEDPUNKTER 2011-12

4. kvartal 2011: Årets bedste kvartal

4. kvartal blev indtjeningsmæssigt årets bedste med et driftsresultat (EBITDA) på USD 62 mio. – en fremgang på 61% fra samme periode året før. Både Tørlast og Tank forbedrede indtjeningen i forhold til 4. kvartal 2010, og NORDENs samlede driftsresultat blev højere end ventet.

Tørlast gik ind i kvartalet med en høj afdækning, hvor 104% af skibsdagene var beskæftiget til attraktive rater. Den høje afdækning gjorde indsejlingen robust i et volatilt marked, og dagsindsejlingen i Tørlast blev væsentligt over spotraterne og de 1-årige T/C-rater. EBITDA blev USD 60 mio. (USD 40 mio. i 4. kvartal 2010).

Tank gik ind i kvartalet med en afdækning på 42%. I et vanskeligt marked bidrog særligt aktiviteterne i spotmarkedet til et EBITDA på USD 4 mio. mod et 0-resultat i samme periode året før. Både Tank og Tørlast øgede forretningsomfanget målt ved antal skibsdage.

Afskrivningerne steg 51% på grund af egenflådens vækst. Det primære driftsresultat blev USD 39 mio. (USD 23 mio.), mens nettoresultatet blev USD 30 mio. (USD 46 mio.) som følge af USD -7 mio. i værdireguleringer af sikringsinstrumenter, mens værdireguleringerne i 4. kvartal 2010 var positive med USD 25 mio.

2011: Resultater bedre end ventet

Årets driftsindtjening blev med et EBITDA på USD 186 mio. bedre end de oprindelige forventninger fra marts, som var USD 135-175 mio. På grund af det stærke 4. kvartal blev indtjeningen også højere end den seneste prognose fra november, som var USD 160-180 mio.

Tørlast indgik i årets løb en række korte lastekontrakter og var generelt godt positioneret geografisk. Dagsindsejlingen blev 26% over de 1-årige T/C-rater. Tørlasts EBITDA på USD 171 mio. var bedre end ventet. Korrigeret for engangsposter var indtjeningen kun 7% lavere end i 2010, selvom spotraterne faldt 44%.

Tank leverede et stigende bidrag til NORDENs driftsindtjening med et EBITDA på USD 26 mio. mod et 0-resultat året før. Fremgangen skyldtes bl.a. større kapacitet og operationelle forbedringer. Dagsindsejlingen blev 9% over de 1-årige T/C-rater.

NORDEN havde som ventet ingen avancer ved skibssalg, mens der året før var avancer på USD 28 mio. samt USD 4 mio. i joint ventures. De faldende skibspriser har gjort skibssalg mindre attraktive, og samtidig har NORDEN besluttet strategisk at udvide flåden. Uden avancer fra skibssalg og med afskrivninger, der steg 64% til USD 81 mio., blev det primære driftsresultat (EBIT) USD 104 mio.

(USD 223 mio.). Det er over forventningerne fra marts og november.

På baggrund af et nettoresultat på USD 88 mio. (USD 245 mio.) foreslår bestyrelsen et udbytte på DKK 4 pr. aktie.

Pengestrømmene fra driften var USD 120 mio. Investeringer i skibe m.v. beløb sig til USD 358 mio. (USD 663 mio.), mens skibssalg udløste et provenu på USD 28 mio. (USD 296 mio.).

Forventninger til 2012

Usikkerhederne i 2012 er betydelige med udsigt til lavere global vækst, gældskrise i EU, pengepolitiske stramninger i visse udviklingslande, knaphed på finansiering og stigende modpartsrisici. Tørlastmarkedet ventes at blive meget udfordrende med lavere rater, mens tankmarkedet gradvist ventes at blive bedre, omend fra et lavt niveau.

NORDEN vil stramt styre administrationsomkostningerne på land og driftsudgifter til søs, og der vil fortsat blive sat ind på at øge effektivitet, forenkle arbejds-gange og systemer samt optimere flådens drift.

Med udgangspunkt i den kendte kapacitet ventes EBITDA i Tørlast og Tank at blive henholdsvis USD 85-125 mio. og USD 25-45 mio., og det samlede EBITDA ventes at blive USD 110-150 mio.

Rederiet vil fortsætte med at investere i tankskibe, og i Tørlast er der stigende fokus på at finde det rigtige tidspunkt til at nyinvestere, så NORDEN kan være ideelt positioneret, når markedet stiger igen. Hvis ordrebogen leveres som planlagt, og NORDEN ikke sælger skibe, ventes afskrivningerne at vokse til USD 100-105 mio., og det primære driftsresultat (EBIT) ventes at blive USD 10-50 mio. Det forudsætter, at der ikke sker nedskrivninger på flådens værdier.

Pengestrømmene fra driften ventes at blive på niveau med EBITDA, det vil sige USD 110-150 mio. De kendte investeringer (CAPEX) ventes at beløbe sig til USD 140-160 mio.

Hovedtal for kvartalerne

USD mio.	4. kvrt. 2010	1. kvrt. 2011	2. kvrt. 2011	3. kvrt. 2011	4. kvrt. 2011
Omsætning	591,8	548,1	561,2	537,2	626,3
Omkostninger	-553,0	-500,2	-520,9	-501,2	-564,1
Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	38,8	47,8	40,3	36,0	62,3
Salgsavancer skibe m.v.	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,2
Afskrivninger	-15,6	-17,1	-19,6	-21,0	-23,5
Resultat af primær drift (EBIT)	22,5	30,0	21,1	14,9	38,5
Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	25,3	32,7	-11,4	-29,2	-7,0
Finans netto	0,0	8,1	1,9	-5,3	-1,0
Resultat før skat	47,5	70,8	11,5	-19,6	30,6
Periodens resultat	46,2	69,2	10,0	-21,1	29,7
Pengestrømme fra driftsaktiviteter	-62,0	-2,0	66,3	77,9	-22,1
Indtjening pr. aktie, USD	1,1	1,7	0,2	-0,5	0,7
Antal skibsdage	19.317	18.035	17.739	19.441	23.311

HOVED- OG NØGLETAL FOR KONCERNEN

BELØB I USD MIO.	2011	2010	2009	2008	2007
RESULTATOPGØRELSEN					
Omsætning	2.272,8	2.189,6	1.756,0	4.363,7	2.986,2
Omkostninger	-2.086,4	-1.950,0	-1.630,3	-3.858,0	-2.448,7
Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	186,4	239,6	125,6	505,7	537,5
Salgsavancer skibe m.v.	-0,2	28,1	69,6	290,0	163,1
Afskrivninger	-81,2	-49,5	-39,5	-31,6	-19,6
Resultat af primær drift (EBIT)	104,5	222,5	156,7	772,6	682,7
Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	-14,9	30,8	62,2	-81,1	19,9
Finans netto	3,7	-2,5	5,6	29,1	22,7
Resultat før skat	93,3	250,8	224,5	720,5	725,3
Årets resultat	87,8	244,8	217,2	707,8	703,3
Årets resultat for aktionærerne i NORDEN	87,8	244,8	217,2	707,8	703,2
OPGØRELSE AF DEN FINANSIELLE STILLING					
Langfristede aktiver	1.634,4	1.373,1	1.027,8	922,5	589,9
Aktiver i alt	2.350,3	2.250,5	2.031,7	2.041,7	1.609,4
Egenkapital (inklusive minoritetsinteresser)	1.994,4	1.998,1	1.805,0	1.700,4	1.311,2
Forpligtelser	355,8	252,4	226,7	341,3	298,2
Investeret kapital	1.752,3	1.443,8	1.133,2	940,4	786,3
Netto rentebærende aktiver	242,1	554,3	671,8	759,9	524,9
Likvider og værdipapirer	407,2	612,7	735,4	828,7	622,6
PENGESTRØMME					
Fra driftsaktiviteter	120,1	298,4	160,2	540,9	466,7
Fra investeringsaktiviteter	-355,2	-380,1	-80,0	-56,7	-4,6
- heraf investering i materielle anlægsaktiver	-357,7	-565,7	-305,2	-424,9	-289,9
Fra finansieringsaktiviteter	18,4	-65,5	-112,6	-364,9	-176,2
Årets likviditetsændring	-216,7	-147,2	-32,4	119,3	285,9
KURS- OG REGNSKABSRELATEREDE NØGLETAL					
Aktierelaterede hoved- og nøgletal:					
Antal aktier á DKK 1 (ekskl. egne aktier)	41.213.922	42.075.180	42.043.505	42.387.394	41.897.860
Indtjening pr. aktie (EPS) (DKK)	2,1 (11)	5,8 (33)	5,2 (28)	16,7 (85)	16,5 (90)
Udvandet indtjening pr. aktie (udvandet EPS) (DKK)	2,1 (11)	5,8 (33)	5,2 (28)	16,7 (85)	16,2 (88)
Udbytte pr. aktie, DKK	4	8	7	13	35
Indre værdi pr. aktie (bogført værdi) (DKK)	48,4 (278)	47,5 (267)	42,9 (223)	40,1 (212)	31,3 (159)
Aktiekurs ultimo, DKK	134,5	202,5	209,5	183,0	564,0
Kurs/indre værdi	0,5	0,8	0,9	0,9	3,6
Net Asset Value (NAV) pr. aktie ¹⁾ (DKK)	43,1 (248)	47,4 (266)	40,5 (210)	43,0 (227)	57,3 (291)
Teoretisk Net Asset Value pr. aktie ²⁾ (DKK)	44,9 (258)	54,9 (308)	51,6 (268)	54,3 (279)	121,0 (614)
Øvrige hoved- og nøgletal:					
EBITDA-ratio	8,2%	10,9%	7,2%	11,6%	18,0%
ROIC	6,5%	17,3%	15,1%	89,5%	101,9%
ROE	4,4%	12,9%	12,4%	47,0%	69,5%
Payout-ratio (ekskl. egne aktier) ³⁾	35,0%	24,4%	25,3%	14,1%	43,7%
Soliditet	84,9%	88,8%	88,8%	83,3%	81,5%
Samlet antal skibsdage for koncernen	78.526	66.044	55.951	77.448	67.393
USD-kurs, ultimo	574,56	561,33	519,01	528,49	507,53
USD-kurs, gennemsnit	536,22	562,57	535,45	509,86	544,56

De anførte nøgletal er beregnet i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings "Anbefalinger & Nøgletal 2010" undtagen Teoretisk Net Asset Value. Endvidere 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) Eksklusive købsoptioner på skibe.

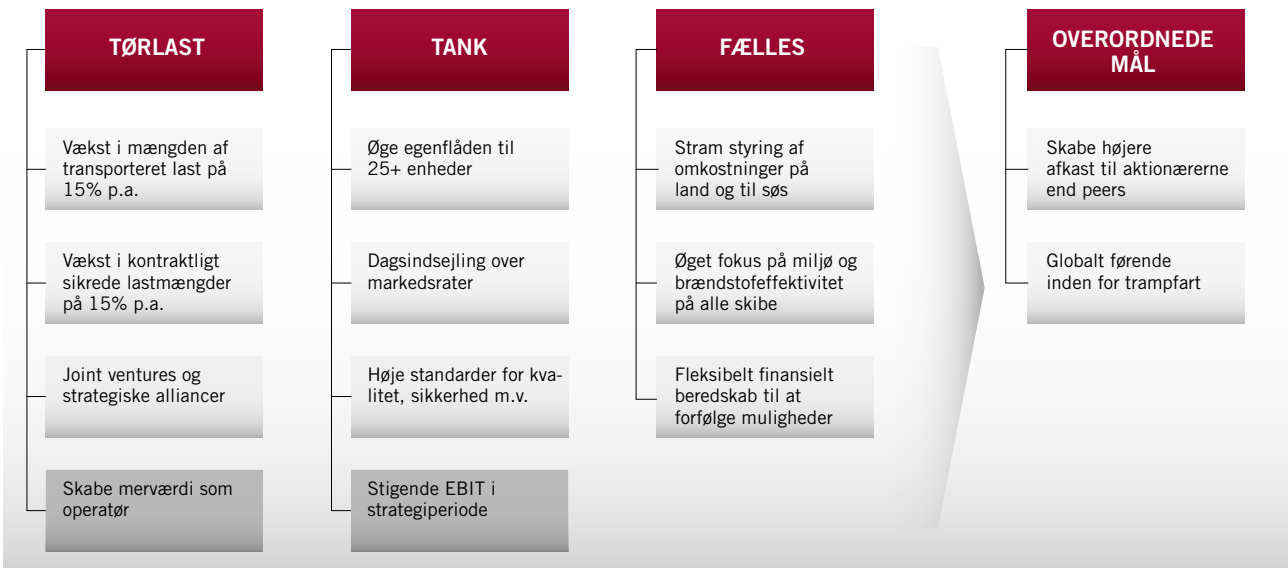
2) Inklusive værdi af 63 (58) certeparier med forlængelse- og købsoption på skibe ved udnyttelse på de mest optimale tidspunkter (før skat). Beregningsgrundlaget er ændret i 2009, og 2008-tal er ændret tilsvarende. Sammenligningstal for 2007 er ikke ændret. Se side 15 for en omtale af usikkerhed forbundet med beregningen.

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

STRATEGISK OPDATERING

- Betydelig vækst i lastmængder i Tørlast
- Forbedring af indtjeningen i Tank
- Store markedsmæssige usikkerheder i 2012

Mål og indsatsområder for strategiperioden 2011-13



Status for strategiplan 2011-13

NORDEN er i 2011 kommet godt i gang med at opfylde målsætningerne i 2011-13 strategiplanen 'Long-term Growth in Challenging Times', som blev præsenteret i årsrapporten for 2010. Strategien skal sikre en balanceret vækst, baseret på 1- og 3-årige operationelle og finansielle mål, hvorved Rederiet vil blive styrket i forhold til konkurrenterne. NORDENs mål ved udgangen af strategiperioden er at:

- være en af de globalt foretrukne partnere i markedet for lastekontrakter i Tørlast
- have fordoblet flåden af egne produkttankskibe til historisk set lave købspriser
- have skabt merværdi til aktionærerne via aktiv operatørforretning og skarpt fokus på omkostninger

AFKAST TIL AKTIONÆRERNE

Overordnet er målet med strategiplanen, at NORDEN ved udbytter, aktietilbagekøb og kursstigninger over de 3 år sikrer aktionærerne et afkast, der er bedre end hos sammenlignelige rederier. I 2011 var

Total Shareholder Return -31,9% (baseret på aktiekurs og dividende), og det var ikke tilfredsstillende, men dog væsentligt over det gennemsnitlige afkast på -59,0%, som 11 sammenlignelige tørlast- og produkttankrederier skabte.

MÅL FOR TØRLAST 2011-13

Vækst i lastbasen

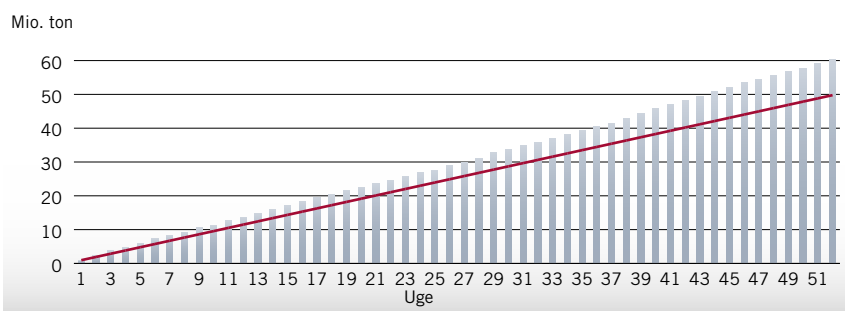
I Tørlast er målet lønsom vækst i lastmængderne. NORDEN satser konsekvent på at indgå nye lastekontrakter med mine- og råvareselskaber, energi-

producenter, bygge- og anlægskoncerner, råvareintensive industrier m.v. Det sikrer dels mere forudsigelige pengestrømme, og samtidig bliver det muligt at optimere logistikken og udnytte flåden bedre, ligesom NORDEN kan skabe ny aktivitet og indtjening som operatør i tilknytning til de kendte ruter i lasteprogrammet.

NORDEN transporterede i 2011 ca. 40% mere last end i 2010 og øgede samtidig de kontraktligt sikrede lastmængder med 16%. Målene for både transporteret og

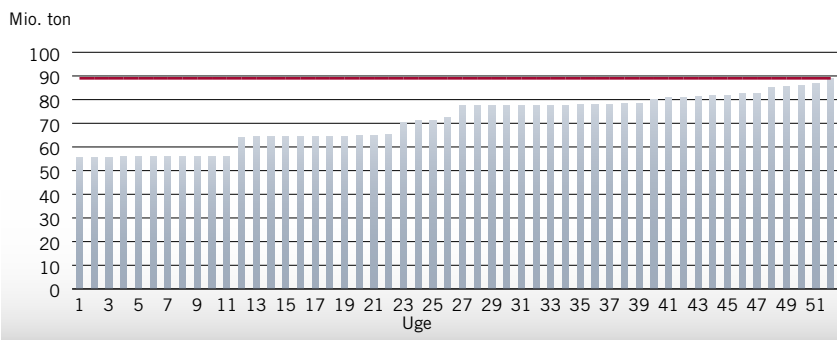
Transporterede mængder last, Tørlast

■ Faktisk lastmængde ÅTD ■ Mål for lastmængde (+15%)



Kontraktligt sikrede lastmængder, Tørlast, 2012+

■ Samlede lastekontrakter ÅTD ■ Samlet mål (+15%)



kontraktligt sikret last er en gennemsnitlig årlig vækst på 15% i perioden.

Vækst i kerneflåde

Væksten i lastbasen skal understøttes af en udbygning af kerneflåden. Den aktive kerneflåde voksede i året med 21 til 67 skibe, og NORDEN indgik desuden aftaler om at langtidsindbefragte yderligere 5 nye skibe med købsoptioner. Dermed er der 19 skibe i ordre til kerneflåden i Tørlast.

Strategiske alliancer

Et andet mål er at indgå joint ventures og strategiske partnerskaber med kernekunder for at styrke båndene til dem og opfylde det ønske, nogle kunder har om selv strategisk at deltage i transporterne. Sammen med en væsentlig kunde har NORDEN aftalt at dele udvalgte laster og skibe via et fælles selskab, der indleder aktiviteterne i 2012. Desuden fik NORDEN i 2011 leveret det første af de 2 Handymax skibe, der ejes i separate joint ventures med japanske partnere, og det næste skib følger i 2012. Endelig er NORDEN ved at bygge 2 Handysize tørlastskibe, som er særligt designet til et globalt mineselskab, der langtidsindbefragter skibene ved levering i 2012-13. NORDEN og mineselskabet har allerede et lignende samarbejde om 2 isklassede Panamax skibe.

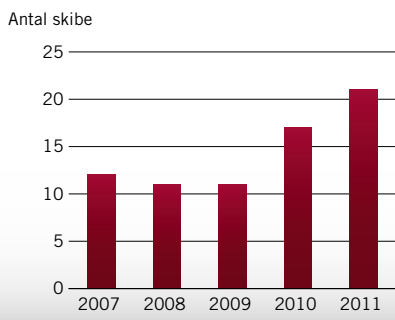
Merværdi som operatør

Tørlast skal stabilt i perioden skabe en indtjening som operatør på ikke-afdække-

de og nye skibsdage samt på at optimere logistikken i eksisterende lastekontrakter. I 2011 kan operatørindtjeningen opgøres til USD 22 mio., opgjort som forskellen mellem faktisk indtjening og den indtjening, som NORDEN ville have fået, hvis de åbne dage var beskæftiget til de forwardrater, der var primo året. Operatørindtjeningen bidrog til et samlet EBITDA på USD 171 mio.

MÅL FOR TANK 2011-13**25+ egne skibe**

I Tank vil NORDEN drage fordel af de lave aktivpriser til at investere i kvalitets-skibe til attraktive priser og dermed øge antallet af egne skibe. En større egenflåde giver stordriftsfordele, ligesom NORDEN lettere kan opfylde olieselskabernes skærpede krav til kvalitet og sikkerhed på skibe, Rederiet selv kontrollerer og har i teknisk management.

Egenflåde (inkl. skibe i ordre), Tank

NORDEN har i året udnyttet de lave nybygningspriser til at overtage en nybygningsordre ved et koreansk værft og konvertere ordren til 4 brændstoeffektive MR skibe med levering i 2013. Den ejede flåde i Tank tæller herefter 21 enheder, hvoraf 17 er aktive, og NORDEN har dermed taget et væsentligt skridt mod målet om at eje mindst 25 skibe ved udgangen af 2013.

Høj kvalitet

Væksten i flåden ledsages af en vedholdende indsats for at sikre, at NORDEN fortsat er blandt de bedste tankrederier målt på parametre som kvalitet, sikkerhed og indre og ydre miljø. Der har i 2011 været et pres på resultaterne i vettings og Port State Controls, men resultaterne er stadig tilfredsstillende.

Dagsindsejling over spotrater

Strengt omkostningsfokus, optimeringer af systemer og processer, opdyrkning af ny forretning og godt operatørhåndværk skal bidrage til, at NORDENs dagsindsejling i perioden stabilt ligger over markedsraterne. Den gennemsnitlige dagsindsejling i MR var i 2011 henholdsvis 40% og 9% højere end spotraterne og de 1-årige T/C-rater (kilde: Clarksons).

Stigende EBIT resultat

God dagsindsejling skal, kombineret med højere fragtrater, bidrage til, at Tanks primære driftsindtjening (EBIT) forbedres i perioden. I 2011 blev EBIT USD -8 mio. som følge af svære markedsforhold og stigende afskrivninger. Det er stadig ikke tilfredsstillende, men dog en markant forbedring fra USD -25 mio. året før.

2012: BETYDELIG USIKKERHED

Udgangspunktet for NORDENs strategiske planlægning er ikke kun antagelser om fremtidige makro- og markedsforhold, men også en indgående analyse af de faktorer, der på kort, mellem og lang sigt kan påvirke Rederiets indtjening og udvikling i perioden (se figur på næste side).

I 2012 er der specielt 3 faktorer, som vil påvirke markederne. Den ene er høj vækst i udbud af tørlasttonnage, hvor verdensflåden ventes at vokse 15% brutto og 11% efter ophugning (kilde: Clarksons), mens efterspørgslen ventes øget med godt 9% (kilde: R.S. Platou). Ubølancan kan give et meget udfordrende marked med lavere spotrater end i 2011. Den anden faktor er stagnerende økonomisk vækst i OECD-området, som både trækker den globale økonomiske vækst og olieforbruget ned, og det påvirker direkte tankmarkedet. Endelig vil adgang til finansiering blive begrænset af bankernes ønske om at reducere udlån til shipping.

Disse faktorer giver en meget lav genomsigtighed i markederne. Med denne betydelige usikkerhed in mente vil NORDEN stramt styre både administrations-

omkostningerne på land og driftsudgifterne til søs, og der vil fortsat blive sat ind på at øge effektiviteten og forenkle arbejdsgange og systemer. Særligt fokus vil der være på at optimere flådens drift og holde brændstofudgifterne nede. Desuden vil NORDEN undersøge, om det er muligt at optimere flåden ved at afhænde skibe eller nybygninger og i stedet reinvestere i tonnage med bedre specifikationer.

Tørlast: Styrket lastfokus

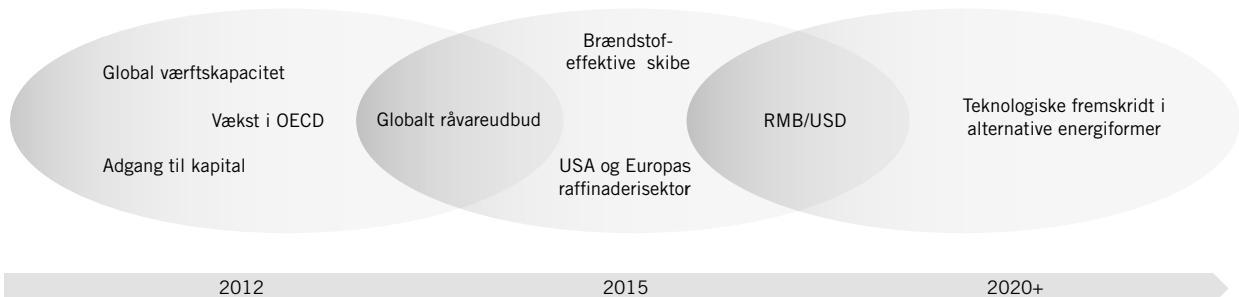
Med udsigten til lavere markedsrater og et vanskeligt marked, hvor finansielt pressede rederier kan få problemer, vil fokus i Tørlast i endnu højere grad være på lastekontrakter med solide globale mine- og råvareselskaber, energiproducenter og industrikunder. Tempoet i lastbasens vækst vil blive dikteret af lønsom-

hed og modparternes kvalitet, og væksten kan derfor blive lavere end i 2011. NORDEN vil også stadig skabe værdi som operatør og arbejde på at indgå forpligtende alliancer med kernekunder.

Tank: Rentabel flådeudvidelse

I Tank er det uændret målet, at dagsindsejlingen skal være over markedsraterne. Der vil også være fokus på at udvide flåden ved køb, kontrahering eller overtagelse af nødlidende nybygningsordrer, hvis det kan ske til attraktive priser og uden at gå på akkord med bestræbelserne på at øge den primære driftsindtjening. Endelig vil NORDEN fortsat investere i at opfylde olieselskabernes krav til kvalitet og sikkerhed.

Usikkerhedsfaktorer i 3 horisonter



En række usikkerheder ventes at påvirke NORDENs markedsvilkår på kort, mellem og lang sigt. Formålet med strategiplanen 2011-13 er at positionere NORDEN rigtigt i forhold til de usikkerheder. På kort sigt er målet at optimere indtjeningen under vanskelige markedsforhold. På mellemlang sigt arbejder NORDEN på at opbygge langsigtede strategiske alliancer samt en pipeline af lastekontrakter. På længere sigt er målet at positionere Rederiet ideelt til at udnytte de historisk lave markedspriser på skibe og købsoptioner.

Global værftskapacitet

Høj værftskapacitet har muliggjort en kraftig udbudsvækst i tørlast og vil fortsat kunne påvirke udbuddet i begge markeder. NORDEN forventer dog, at værftindustrien på kort sigt vil være i en fase, hvor kapaciteten kan blive reduceret væsentligt.

Adgang til kapital

I takt med at de globale shippingbanker søger at reducere deres eksponering mod shippingsektoren, ventes udbuddet af lånekapital til sektoren at være begrænset. Det vil lægge en dæmper på udbudsvæksten og formentlig også skibspriserne.

Vækst i OECD

Væksten i OECD-landene påvirker direkte olieforbruget og indirekte efterspørgslen efter råvarer især i asiatiske udviklingslande.

Globalt råvareudbud

En mulig begrænsende faktor vil være, om udbuddet af råvarer fra miner og olieletter kan følge med efterspørgslen. Udbuddet fra især jernmalmsminerne ventes dog at stige markant over de næste 3-5 år.

Brændstofeffektive skibe

Nye brændstofeffektive skibe vil være væsentligt mere konkurrencedygtige end selv skibsdesigns fra 2009/2010, hvilket ventes at bidrage til markant øget skrotning over de næste 3-5 år.

USA og Europas raffinaderisektor

En stor del af raffinaderisektorerne i USA og Europa ventes at blive lukket ned, hvilket vil have en positiv effekt på transporten af raffinerede olieprodukter.

RMB/USD

En styrkelse af RMB overfor USD vil øge købekraften i Kina, som er verdens største forbruger og importør af f.eks. kul og jernmalm. Det vil være positivt for tørlastmarkedet.

Teknologiske fremskridt inden for alternativ energi

Teknologiske fremskridt inden for alternative energiformer kan få betydning for efterspørgslen efter især kul og olie og dermed også behovet for fragt af disse råvarer – dog primært på ganske lang sigt.

FORVENTNINGER TIL 2012

- Lavere driftsindtjening i udfordrende markeder
- Fortsat højt likviditetsbidrag fra driften
- Stort opkøbspotentiale i både Tørlast og Tank

NORDEN forventer i 2012 en noget lavere driftsindtjening (EBITDA) end i 2011. Faldet kan tilskrives det dårligere tørlastmarked, hvor der også i 2012 ventes en høj vækst i tilgangen af nye skibe til verdensflåden. Selvom NORDEN i forventning om svagere markeder har sikret høj afdækning til fornuftige rater, ventes både indtjeningen på åbne og afdækkede skibsdage at blive lavere end i 2011. I Tank ventes en indtjening på niveau med eller over 2011.

EBITDA ventes samlet at blive USD 110-150 mio. (USD 186 mio. i 2011), og pengestrømmene fra driften ventes at blive på samme niveau, så Rederiet kan dække størstedelen af de kendte investeringer med likviditet fra driften og dermed fastholde den stærke balance.

På EBIT-niveau vil indtjeningen i 2012 tilige være negativt påvirket af stigende afskrivninger, og koncernen forventer samlet set et primært driftsresultat (EBIT) i 2012 på USD 10-50 mio. (USD 104 mio.), svarende til et afkast på den investerede kapital primo året på 1-3%.

I Tørlast vil fokus være på at optimere porteføljen, sikre langsigtede lastkontrakter og afsøge interessante investeringsmuligheder. Også i Tank er målet langsigtet vækst, og Rederiet vil fortsat investere i flere skibe i et marked, hvor der er flere sælgere end købere, hvis det kan understøtte målet om at forbedre den primære driftsindtjening.

Rederiet har ikke indgået aftaler om salg af skibe, og forventningerne indeholder derfor ingen salgsavancer. Det er NORDENs vurdering, at det nuværende niveau for skibspriser i højere grad giver anledning til at investere frem for at afhænde aktiver. I Tank har Rederiet de seneste 2 år investeret næsten USD 300 mio. i køb og kontrahering af 10 moderne skibe, og investeringsprogrammet for-

ventes at fortsætte i 2012. I Tørlast har Rederiet solgt adskillige skibe de seneste år, men med det voldsomme pres på aktivpriserne i 2011 er fokus i stigende grad på at finde det rigtige tidspunkt for nyinvesteringer, så Rederiet kan være ideelt positioneret, når markedet stiger igen. NORDEN vil dog fortsat overveje yderligere køb og salg med afsæt i pris, timing, kapacitetsbehov og muligheder for at optimere flåden.

Efter et historisk aktivt leveranceår for NORDEN i 2011 aftager tempoet noget i 2012, hvor Rederiet forventer at tage levering af 12 nybyggede skibe, heraf 6 egne skibe og 6 langtidssindbefragtede skibe. Selvom NORDEN måtte beslutte sig for skibssalg, ventes egenflåden og dermed afskrivningerne at stige. På basis af, at ordrebogen leveres som planlagt, og at NORDEN ikke indgår nye salgsaftaler i løbet af året, ventes afskrivningerne at vokse til ca. USD 100-105 mio. mod USD 81 mio. i 2011.

Som følge af den makroøkonomiske usikkerhed og manglen på skibsfinansiering kan skibspriserne særligt i tørlast komme under yderligere pres. Estimerterne oven for indeholder dog ingen nedskrivninger på egne skibe og nybygningskontrakter ud fra en forventning om, at den forventede indtjening i skibenes økonomiske levetid i begge segmenter stadig vil kunne retfærdiggøre de regnskabsmæssige værdier.

Som følge af en lavere kassebeholdning og større træk på lånefaciliteter ventes de finansielle poster netto at blive negative i

niveaue USD 5 mio. (eksklusive dagsværdireguleringer af visse sikringsinstrumenter).

Cashflow-effekten fra investeringer (CAPEX) ventes netto at beløbe sig til USD 140-160 mio. CAPEX består i al væsentlighed af kendte investeringer i nybygninger. Hertil kommer i takt med den voksende egenflåde investeringer relateret til dokning af skibe.

Den økonomiske udvikling

Den globale økonomi ventes i 2012 fortsat at være påvirket af den mærkbare afmatning, der skete i andet halvår 2011. Selvom der i begyndelsen af året er indikationer på, at det værste muligvis er overstået, er usikkerheden fortsat markant.

IMF har i sin seneste prognose fra januar sænket sine forventninger og imødeser nu en global økonomisk vækst på 3,3% mod 3,8% i 2011. Afmatningen skyldes primært krisen i EU og de afledte globale effekter heraf, men de pengepolitiske stramninger i vigtige udviklingslande spiller også en væsentlig rolle. Det er dog væsentligt at bemærke, at væksten i Kina og Indien, hvor NORDEN har 25% af sin tørlastforretning, ifølge IMF fortsat vil ligge på henholdsvis 8,2% og 7,0%. Den japanske økonomi, der også er vigtig for tørlastmarkedet, og som lå underdrejet store dele af sidste år, ventes at vokse 1,7%.

I takt med den globale afmatning forventer IMF, at væksten i verdenshandlen målt i volumen vil falde med 3 procent-

Forventninger til 2012

USD mio.	Tørlast	Tank	Koncern
EBITDA	85-125	25-45	110-150
Salgsavancer	0	0	0
EBIT			10-50
CAPEX			140-160

point til 3,8%. Det er 40% under 20 års gennemsnittet på 6,2% vækst.

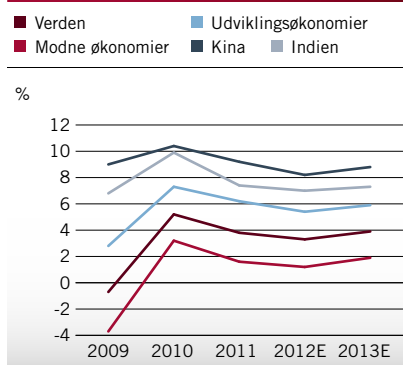
Selvom vækstestimerne for både globalt BNP og verdenshandlen således er reduceret betydeligt, er der fortsat væsentlige usikkerheder. Særligt i EU-området er der risiko for, at gældskrisen ikke kan håndteres politisk, men også i en række udviklingslande indebærer et fortsat højt inflationspres, at der kan blive behov for yderligere pengepolitiske stramninger. Omvendt er der også tegn på bedring på det amerikanske bolig- og arbejdsmarked, hvilket kan give den globale økonomi et tiltrængt rygstød. Samtidig vil pengepolitiske lempelser i Kina kunne reducere noget af den økonomiske modvind, der ramte verden i 2011.

For de markedsspecifikke udsigter henvises til afsnittene om Tørlast og Tank.

Forventninger til Tørlast

NORDEN råder ved årets start over 35.646 skibsdage. Heraf er 78% – eller 27.879 skibsdage – afdækket til en gennemsnitlig bruttofortjeneste på USD 4.802 pr. dag. Dækningen er over 100% i NORDENs væsentligste skibstyper Panamax og Handymax, som tilsammen tegner sig for 60% af de skibsdage. Rederiet har til rådighed. Dækningen er lavere i skibstyperne Capesize, Post-Panamax og Handysize, idet der generelt har været få attraktive dækningsmuligheder for de skibstyper. Kapacitet og afdækning vil løbende blive justeret ud fra en bedømmelse af markedsforholdene.

Faktisk og forventet BNP-vækst



Kilde: IMF, januar 2012

Tørlastmarkedet er faldet voldsomt i de første 2 måneder af året, og Baltic Dry Index lå primo februar under det hidtidige bundniveau fra december 2008. Starten på året 2011 var også meget svag, men mens det dengang primært var Capesize raterne, der blev ramt af en række vejrelaterede problemer, har faldet i år ramt alle skibstyper. Årsagerne er især den høje, vedvarende flådevækst og en midlertidig opbremsning i Kinas import af jernmalm på grund af opbygning af store lagre.

NORDENs høje afdækning yder god beskyttelse i et forventeligt meget vanskeligt marked, hvor spotraterne sandsynligvis vil ligge under niveauet fra 2011. Tørlast ventes at få en driftsindtjening (EBITDA) på ca. USD 85-125 mio. mod USD 171 mio. i 2011. Faldet i indtjening skyldes i al væsentlighed lavere fragtrater, dels på afdækket kapacitet, dels på åbne skibsdage. Forventningerne er opgjort ud fra den kapacitet, NORDEN råder over medio februar, og det antages, at åbne skibsdage kan beskæftiges til gennemsnitsrater på niveau med forwardraterne i hver skibstype medio februar.

De væsentligste usikkerheder knytter sig til fragtrateniveauet og modparters betalingssevne:

- I takt med det kraftige ratefald i starten af året melder et stigende antal operatører om finansielle vanskeligheder. Tørlastafdelingens stærke fokusering på solide kunder blandt råvare- og mineselskaber, energiselskaber og store industrikoncerner har medført en betydelig styrkelse af kvaliteten af Rederiets modpart. Det kan dog ikke udelukkes, at enkelte modpart vil misligholde aftaler eller forsøge at genforhandle indgåede kontrakter. Et kinesisk rederi har undladt at opfylde sine forpligtelser ved en 3-årig indbefragtning af et Handysize skib fra NORDEN. Derfor har NORDEN i januar indledt en sag mod modparten med et krav på USD 5 mio. I forventningerne er det antaget, at NORDEN skal beskæftige skibet på markedsvil-

kår, og der er ikke indregnet indtægter fra sagen i forventningerne til 2012.

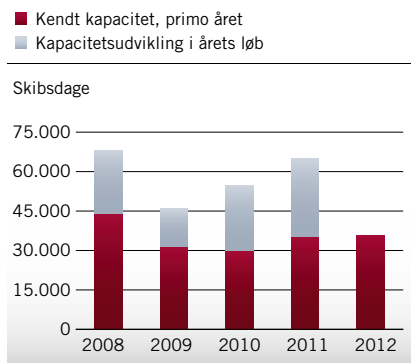
- Baseret på forwardkurven medio februar vil et omgående fald i fragtraterne på 10% alt andet lige reducere Tørlasts forventede EBITDA med USD 8 mio., mens en stigning i raterne på 10% vil øge det forventede EBITDA med USD 8 mio.

Medio februar har Tørlast resten af året en kapacitet på 30.155 skibsdage, hvoraf 86% er afdækket.

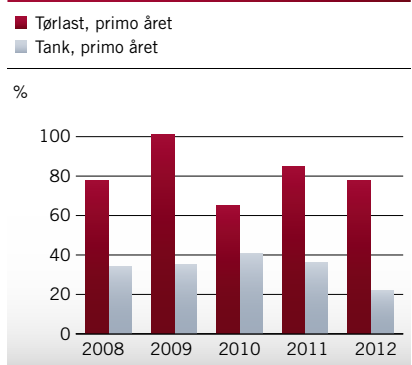
Forventninger til Tank

I Tank har NORDEN valgt at fastholde en relativ høj eksponering mod markedet, som gradvist ventes at blive bedre. Rederiet råder ved årets start over 13.155 skibsdage. Heraf er kun 22% – eller i alt 2.884 skibsdage – afdækket til en gennemsnitlig bruttofortjeneste på USD 2.364 pr. skibsdag. Dækningen er 33% i Handy-

Udviklingen i Tørlastafdelingens kapacitet



Afdækning i Tørlast og Tank



size, 15% i MR og 5% i LR1, hvor NORDEN dog kun råder over 2 skibe.

Kapacitet og dækning vil løbende blive justeret ud fra en bedømmelse af markedsforholdene. Men det samlede aktivitetsniveau – målt i skibsdage – ventes at blive højere end i 2011, fordi NORDEN har øget flåden ved at købe skibe og tage levering af langtidssindbefragtede skibe med købsoption.

Tankmarkedet har i de første 2 måneder været meget volatilt, men i gennemsnit lidt over niveauet i samme periode sidste år. NORDEN forventer fortsat, at spotraterne i produkttank i 2012 vil fortsætte den gradvise bedring fra 2010 og 2011, idet den ventede omstrukturering af den globale raffinaderisektor medfører en positiv udvikling i tonnageefterspørgslen, der således gradvist indhenter det flådeoverskud, der er bygget op siden 2008.

På grund af højere spotrater, større kapacitet og lavere flådeomkostninger forventes Tank at få en driftsindtjening (EBITDA) på ca. USD 25-45 mio. mod USD 26 mio. i 2011. Forventningen er opgjort ud fra den kapacitet, NORDEN råder over medio februar, og forventningerne bygger blandt andet på følgende forudsætninger:

- At åbne skibsdage kan beskæftiges til gennemsnitsrater, der ligger noget over den 1-årige T/C-rate medio februar. Det vil sige brutto USD 15.600 pr. dag i MR og USD 14.000 pr. dag i Handysize.

- At udbefragtningsaftaler opfyldes, og at modpartsrisici generelt ikke bliver noget problem takket være Norient Product Pools fokusering på solide olieselskaber og internationale olietradere.

Baseret på forwardkurven medio februar vil et omgående fald i fragtraterne på 10% alt andet lige reducere Tanks forventede EBITDA med USD 13 mio., og modsat vil en stigning i raterne på 10% alt andet lige øge det forventede EBITDA med USD 14 mio.

Medio februar råder Tank over 11.246 skibsdage resten af året, hvoraf 25% er afdækket.

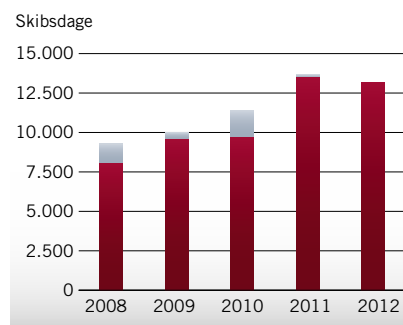
Begivenheder efter balancedagen

Der er ikke fra balancedagen og frem til offentliggørelsen af denne årsrapport indtruffet væsentlige begivenheder, som ikke allerede er indarbejdet og tilstræk-

kelig oplyst i årsrapporten, og som i væsentlig grad påvirker bedømmelsen af Rederiets resultater og finansielle stilling.

Udviklingen i Tankafdelingens kapacitet

- Kendt kapacitet, primo året
- Kapacitetsudvikling i årets løb



Fremadrettede udsagn

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

Udsagnene om 2012 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 2011

Tørlast	Skibsdage				Omkostninger for bruttokapacitet (USD pr. dag)			
	2012	2013	2014	2015+	2012	2013	2014	2015+
Bruttokapacitet								
Capesize	1.464	1.460	1.460	10.548	8.974	8.974	8.974	6.878
Post-Panamax	2.787	2.920	2.920	31.897	11.461	11.841	11.841	9.055
Panamax	9.244	5.703	5.787	38.261	12.217	11.704	12.287	10.199
Handymax	11.972	8.704	7.066	34.281	12.781	11.724	11.088	8.216
Handysize	10.179	10.950	10.227	114.927	9.334	9.034	8.275	5.363
Total	35.646	29.737	27.460	229.914	11.391	10.606	10.261	7.175
Afdækning								
					Indtægter fra afdækning (USD pr. dag)			
Capesize	829	553	0	0	43.205	45.263	0	0
Post-Panamax	153	0	0	0	14.156	0	0	0
Panamax	10.790	5.030	3.519	9.164	16.574	17.002	17.229	19.858
Handymax	12.112	3.782	2.052	5.218	15.651	13.388	13.141	14.429
Handysize	3.995	1.555	792	9.086	11.281	12.851	13.554	12.716
Total	27.879	10.920	6.363	23.468	16.193	16.590	15.453	15.886
Afdækning i %								
Capesize	57%	38%	0%	0%				
Post-Panamax	5%	0%	0%	0%				
Panamax	117%	88%	61%	24%				
Handymax	101%	43%	29%	15%				
Handysize	39%	14%	8%	8%				
Total	78%	37%	23%	10%				

Kapacitet og afdækning pr. 31. december 2011

Tank	Skibsdage				Omkostninger for bruttokapacitet (USD pr. dag)			
	2012	2013	2014	2015+	2012	2013	2014	2015+
Bruttokapacitet								
LR1	592	0	0	0	11.900	0	0	0
MR	7.135	7.540	7.046	64.249	12.669	11.620	11.148	7.780
Handysize	5.428	4.015	4.015	50.216	8.198	6.842	6.842	6.843
Total	13.155	11.555	11.061	114.465	10.790	9.960	9.585	7.369
Afdækning								
					Indtægter fra afdækning (USD pr. dag)			
LR1	28	0	0	0	12.569	0	0	0
MR	1.086	576	134	0	13.309	13.672	14.890	0
Handysize	1.770	200	151	0	13.069	13.300	13.300	0
Total	2.884	776	285	0	13.154	13.576	14.049	0
Afdækning i %								
LR1	5%	0%	0%	0%				
MR	15%	8%	2%	0%				
Handysize	33%	5%	4%	0%				
Total	22%	7%	3%	0%				

FLÅDENS UDVIKLING

- 25 skibe leveret til kerneflåden • 57% flere egne skibe til søs
- Eco-fokus ved nykontraheringer

Mange leveringer

2011 blev som planlagt et år med mange leveringer til kerneflåden, der består af Rederiets egne skibe og langtidssindbefragtede skibe med købsoption. Totalt blev der leveret 25 skibe til kerneflåden, mens NORDEN kun afleverede 1 tørlast-skib ifølge tidligere indgået salgsaftale. Derfor voksede den aktive kerneflåde fra 70 til 94 enheder.

Væksten i kerneflåden blev drevet af 17 nye egne skibe, hvoraf 1 var et produkt-tankskib, som NORDEN købte i slutningen af 2010, mens alle øvrige skibe var nybygninger i henhold til Rederiets ordrebog. Ved årets udgang ejede Rederiet 44 skibe, det største antal nogensinde.

Samtidig steg antallet af aktive langtidssindbefragtede skibe med købsoption

med 8 til 50 enheder, og den samlede kerneflåde var dermed også større end nogensinde.

NORDEN har fulgt markedet for køb og salg af tonnage tæt. Modsat tidligere år har Rederiet på grund af de lave priser på tørlast- og produkt-tankskibe ikke indgået nye salgsaftaler. NORDEN har heller ikke købt secondhand-skibe, men har udnyttet de lavere markedspriser til at overtage og genforhandle en nybygningsordre i Tank og til at langtidssindbefragte nye tørlastskibe.

Udover kerneflåden har NORDEN en fleksibel portefølje af indbefragtede skibe. Antallet af disse skibe udgjorde ved årets udgang 144. Totalt udgjorde den aktive flåde dermed 238 skibe ultimo, en stigning på 14%, som især skyldes væksten i lasteprogrammet i Tørlast.

Udviklingen i NORDENs kerneflåde 2011			
	Tørlast	Tank	Total
Kerneflåden primo 2011	82	28	110
Køb af secondhand-tonnage	0	0	0
Kontraherede nybygninger	0	4	4
Kontraherede langtidssindbefragtninger med købsoption	5	0	5
Salg og levering af egne skibe	-1	0	-1
Kerneflåden ultimo 2011	86	32	118

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

NORDENs flåde pr. 31 december 2011		
Skibe i drift	2011	2010
Egne skibe	44 ^c	28 ^a
Indbefragtede skibe med købsoption	50	42
Total aktiv kerneflåde	94	70
Indbefragtede skibe uden købsoption	144	139
Total aktiv flåde	238	209
Skibe til levering		
Egne skibe	11 ^c	24 ^b
Indbefragtede skibe med købsoption	13	16
I alt til levering til kerneflåden	24	40
Skibe indbefragtet over 3 år uden købsoption	2	6
I alt til levering til den aktive flåde	26	46
Bruttoflåde i alt		
	264	255
I alt indbefragtet med købsoption	63	58
Salg i løbet af året (leveret)	1	10
Kontraherede nybygninger i løbet af året (egne skibe og indbefragtede med købsoption)	9	6

A Heraf 1 enhed solgt

B Heraf 2 enheder i 50%-ejet joint venture

C Heraf 1 enhed i 50%-ejet joint venture

Opbygning i Handysize og MR

I Tørlast voksede den aktive kerneflåde i 2011 med 21 enheder til 67 skibe. 2/3 af tilgangen var egne skibe. Væksten var mest udtalt i Handysize, hvor kerneflåden blev øget fra 7 til 19 enheder, mens den samlede opererede flåde steg fra 18 til 30 skibe. NORDEN har valgt at investere i Handysize for at få kritisk masse, og fordi det er den skibstype med det største skrotningspotentiale og den mindste ordrebog. NORDENs vigtigste skibstyper, målt i antal opererede enheder, er uændret Panamax og Handymax.

I Tank voksede kerneflåden fra 24 til 27 enheder – 17 egne skibe og 10 langtidssindbefragtede skibe med købsoptioner. Ydermere opererer Tank 16 indbefragtede skibe uden købsoption. MR er nu den skibstype med flest skibe fulgt af Handysize. Desuden indbefragtede NORDEN i 4. kvartal 2 LR1 skibe og gik dermed igen ind i denne skibstype. Skibene blev indbefragtet til meget favorable rater og med god eksponering mod et forventet stigende tankmarked.

Eco-fokus ved kontrahering

I maj overtog NORDEN en nybygningsordre ved det koreanske værft STX og genforhandlede ordren til at omfatte 4 MR produkttankere med levering i 2013. I samarbejde med værftet tilpassede NORDEN skibene, så de bruger mindre brændstof og udleder mindre CO₂. Ordren er et led i arbejdet med det strategiske mål om at opbygge en moderne egenflåde i Tank på mindst 25 skibe.

Brændstofeffektivitet var også i fokus i de aftaler, der først på året blev indgået om at langtidsindbefragte 4 Panamax tørlastskibe med købsoption. Skibene bygges ved japanske Imabari Shipbuilding. Desuden indgik NORDEN aftale om at langtidsindbefragte 1 Handysize skib med købsoption fra Onomichi Dockyard i Japan.



MR er blevet den skibstype, NORDEN har flest af i Tank. Her produkttankeskibet NORD SOUND.

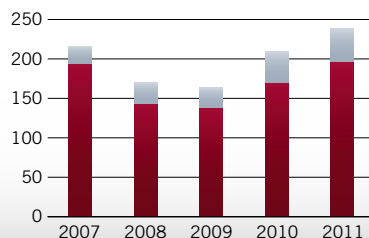
Leveringer i 2012

NORDENs ordrebog tæller 19 tørlastskibe, heraf 8 Handysize og 7 Panamax. I Tank er alle 5 skibe i ordrebogen MR produkttankskibe.

Af den samlede ordrebog på 24 skibe er de 12 planlagt til levering i 2012. 11 af dem er tørlastskibe, mens det sidste er et langtidsindbefragtet MR produkttankskib med købsoption. Resten af den nuværende ordrebog ventes leveret i 2013-14 (se oversigten nedenfor).

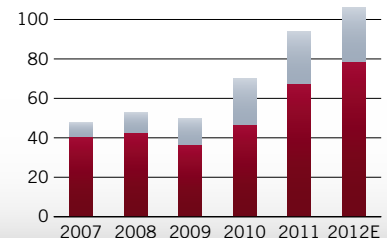
Aktiv flåde, ultimo

■ Tank
■ Tørlast



Aktiv kerneflåde, ultimo

■ Tank
■ Tørlast



Forventet leveringstidspunkt for NORDENs kerneflåde pr. 31. december 2011

	2012				2013				2014				Total	Justeret for ejerandel
	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.		
Tørlastskibe														
Post-Panamax		(1)											1	1
Panamax	1			(1)			(1)		(2)	(2)			7	7
Handymax		1 (1)				(1)							3	2,5
Handysize	1	1 (1)	1 (1)	1		1			(1)				8	8
Produkttankere														
MR	(1)				3	1							5	5
Handysize													0	0
Total	3	5	2	2	3	3	0	1	1	2	2	0	24	23,5

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

FLÅDENS VÆRDIER

- Flådens markedsværdi estimeret til USD 1,55 mia.
- Certepartier med optioner skønnes at rumme værdier på USD 74 mio.
- Teoretisk NAV på DKK 258 pr. aktie

Udviklingen i skibspriser

Markedspriserne på nybygninger og secondhand-skibe i tørlastmarkedet faldt året igennem. Nybygningspriserne i NORDENs skibstyper faldt således 9-16%, og i markedet for secondhand-skibe faldt prisen på et 5-årigt Capesize skib f.eks. med 28%, mens prisen for et 5-årigt Handysize skib var 16% lavere end ved årets start (kilde: Clarksons). Udviklingen var en følge af de lavere fragtrater, den store tilgang af ny tonnage og knaphed på finansiering.

I produkttankmarkedet var faldet i aktivpriserne mere moderat. Nybygningsprisen på et MR produkttankskib faldt således kun med 3%, mens prisen på et 5-årigt MR produkttankskib lå på samme niveau som ved indgangen til året (kilde: Clarksons).

Faldet i skibspriserne har påvirket markedsværdien af NORDENs flåde. Uafhængige mæglere vurderede gennem hele året flådens markedsværdi til at være under de regnskabsmæssige værdier og kostpriser. NORDEN mener dog fortsat, at investeringerne i skibe i Tørlast og Tank på længere sigt vil bidrage væsentligt til værdiskabelsen i takt med, at efterspørgslen stiger i tankmarkedet, og tørlastmarkedet får absorberet udbudsvæksten.

Markedsværdier på USD 1.554 mio.

Baseret på 3 uafhængige mægleres vurderinger kan markedsværdien af NORDENs 44 egne skibe og 11 nybygningsordrer ultimo året opgøres til USD 1.554 mio., hvoraf 40% ligger i tanksegmentet. Værdien er USD 217 mio. lavere end de regnskabsmæssige værdier og kostpriserne på nybygninger. Det svarer til DKK -30 pr. aktie, og fratrækkes det den bogførte værdi af egenkapitalen på DKK 278

pr. aktie, kan Net Asset Value (NAV) (uden værdien af certepartier med købsoptioner) opgøres til DKK 248 pr. aktie mod DKK 266 pr. aktie ved udgangen af 2010.

Ved udgangen af 2010 var flådens markedsværdi til sammenligning USD 5 mio. under de regnskabsmæssige værdier og kostpriser, mens tallet ved udgangen af 2009 var USD 103 mio.

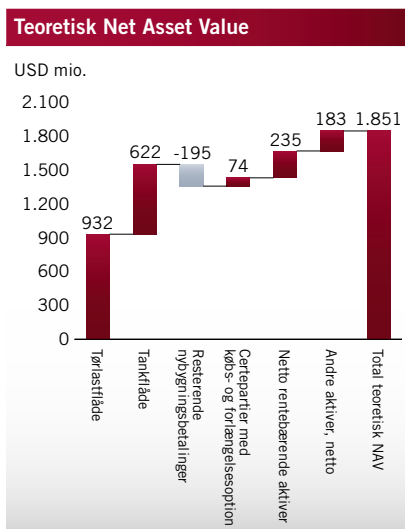
Opgjort uden skibe i joint ventures er markedsværdien i Tørlast og Tank henholdsvis USD 175 mio. og USD 36 mio. under de regnskabsmæssige værdier og kostpriser. Som det fremgår af skemaet nedenfor, ligger de negative markedsværdier i Tørlast mest i Post-Panamax og Handysize, hvor NORDEN kontraherede flest nye skibe i 2006-08, da nybygningspriserne var væsentligt højere end i dag. I Tank skønnes de 6 skibe, NORDEN køb-

Flådens værdier pr. 31. december 2011

USD mio.	Egne (aktive og nybygninger)				Beregnet værdi af certepartier med købs- og forlængelsesoption			
	Antal	Bogført værdi/kostpris	Markedsværdi*	Merværdi	Antal	Certeparti	Købs- og forlængelsesoption	Værdi af certeparti og option
Tørlast								
Capesize	3	96	118	22	1	1	1	2
Post-Panamax	4	198	142	-56	4	-31	6	-25
Panamax	5	154	140	-14	17	8	38	46
Handymax	5	122	113	-9	20	13	50	63
Handysize	17	544	419	-125	10	-15	3	-12
Tank								
MR	10	360	337	-23	11	-8	8	0
Handysize	11	297	285	-12	0	0	0	0
Total	55	1.771	1.554	-217	63	-32	106	74

NAV pr. 31. december 2011	USD mio.	DKK pr. aktie	Følsomhed	
			+10%	-10%
Egenkapital ekskl. minoritetsinteresser	1.994	278	278	278
Merværdi egne skibe	-217	-30	-9	-52
NAV	1.777	248	269	226
Beregnet værdi af certepartier med købs- og forlængelsesoption	74	10	34	-12
Total teoretisk NAV	1.851	258	303	214

* Inklusive joint ventures, aktiver bestemt for salg samt eventuelt certeparti.



te i 2010, fortsat at rumme merværdier på USD 20 mio.

Nedskrivningstest

Da markedsværdien er lavere end de regnskabsmæssige værdier og kostpriser, har NORDEN efter sædvanlige principper foretaget en nedskrivningstest ifølge IAS 36. I denne test er de regnskabsmæssige værdier og kostpriser sammenholdt med de pengestrømme, som skibene forventes at skabe i deres resterende brugstid. Der er på denne baggrund ikke fundet behov for at nedskrive værdien af Rederiets egne skibe og nybygninger. Se i øvrigt Regnskabsberetningen (side 44) og afsnittet "Nedskrivningstest" i regnskabsnote 1 (side 56), hvor der redegøres for væsentlige regnskabsmæssige skøn.

Teoretisk NAV på DKK 258 pr. aktie

På trods af lave perioderater i timechartermarkedet skønnes Rederiets købs- og forlængelsesoptioner fortsat at rumme værdier. Og når markederne forbedres, vil disse fleksible kontrakter give NORDEN en fordelagtig eksponering mod markedet.

NORDEN har ikke udnyttet købsoptioner i 2011, men har ved nye langtidssindbefragtninger øget antallet af certepartier med købs- og forlængelsesoptioner fra 58 til 63. De 63 certepartier vurderes ved årets udgang til at have en samlet værdi på i alt USD 74 mio., som svarer til DKK 10 pr. aktie (DKK 42 pr. aktie i 2010). Værdien af optionerne i kontrakterne er USD 106 mio. eller USD 1,7 mio. pr. kon-

trakt, men den samlede værdi bliver trukket ned af værdien af den ikke-optionelle periode, som er USD -32 mio.

NORDENs samlede teoretiske NAV, inklusive værdien af certepartier med købsoption, kan herefter ved årets udgang opgøres til DKK 258 pr. aktie mod DKK 308 pr. aktie året før. Faldet skyldes hovedsageligt lavere perioderater og skibspriser i både Tørlast og Tank. Den teoretiske NAV er positivt påvirket af en stigning i USD/DKK på 2,4% i året.

Det skal understreges, at værdiopgørelserne af flåden og certepartierne med købsoption er behæftet med usikkerhed. Med udgangspunkt i porteføljen af egne skibe og certepartier med købsoption samt markedspriser ved udgangen af 2011 vil et samtidigt fald på 10% i både skibspriser og fragtratekurve medføre et fald i Rederiets teoretiske NAV på USD 318 mio. (DKK 44 pr. aktie). Modsat vil en stigning på 10% i priser og rater øge den teoretiske NAV med USD 324 mio. (DKK 45 pr. aktie).

Værdiansættelsesmetoder til beregning af teoretisk NAV

Værdiansættelse af kerneflåden

NORDEN fastsætter værdien af sin kerneflåde som summen af porteføljen af ejede skibe, inklusive værdien af eventuelle tilknyttede certepartier, plus værdien af certepartierne for indbefragtede skibe med købsoption. Værdien af egne skibe baseres på 3 uafhængige skibsmægleres vurderinger, mens værdien af de indbefragtede skibe beregnes som nutidsværdien af indtjeningen fra den faste del af certepartiet (baseret på T/C-ratekurven) plus værdien af tilknyttede købs- og forlængelsesoptioner.

Beregning af optionsværdier

NORDENs værdiansættelse af købs- og forlængelsesoptioner følger standardprafsættelse af amerikanske optioner, hvor fremtidige scenarier for T/C-rater og skibspriser simuleres under antagelse om volatilitet i priserne samt korrelation mellem ændringen i T/C-rater og ændringen i skibspriser. Volatiliteten i skibspriserne og korrelationen mellem skibspriser og T/C-rater antages inden for hvert segment konstant over tid og estimeres ud fra historiske data. Volatiliteten i T/C-

rater antages at variere over tid og er forskellig for hvert segment. Den 1-årige T/C-volatilitet for Tørlast sættes til den implicite volatilitet i optioner på FFA-kontrakter. For Tank er den 1-årige T/C-volatilitet beregnet ud fra historiske data. Den 20-årige T/C-volatilitet sættes lig med skibsprisvolatiliteten, mens de øvrige punkter findes ved interpolation.

Et væsentligt input til modellen er T/C-ratekurven for hver skibstype. Kurven består af følgende elementer: Forventede markedsrater de første 5 år, en langsiget T/C-rate (20 år), der bestemmes som den implicite rate, der sætter den tilbage-diskonterede værdi af de fremtidige cashflows lig med markedsprisen på et brugt 5-årigt skib. Mellem år 5 og år 20 bestemmes T/C-kurven ved interpolation. Derudover benyttes markedspriser for renter, valutakurser og driftsomkostninger. På baggrund af de fremtidige scenarier for T/C-rater og skibspriser findes den optimale værdi af købs- og forlængelsesoptionen for hvert skib. Købsoptioner, hvor skibsprisen er fastsat i JPY, omregnes med forward JPY/USD-kursen inden prafsættelsen.

Antagelser for beregnet værdi af certepartier med købsoption, ultimo 2011

	Skibspriser og T/C-rater		Antaget volatilitet	
	Brugtpriser 5-årigt skib (USD mio.)	5-årig T/C-rate (USD/dag)	Fragtrater (1-års T/C)	Skibsværdier (5-årige brugtpriser)
Tørlast				
Capesize	37,0	18.167	67%	20%
Post-Panamax*	34,5	14.667	34%	21%
Panamax	26,3	14.000	34%	21%
Handymax	25,2	12.800	29%	21%
Handysize	20,2	10.500	25%	17%
Tank				
MR	25,5	15.500	14%	10%

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

* Post-Panamax prisen 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.

FLÅDENS OMKOSTNINGER

- Indsats knækker omkostningskurve
- Flere skibe hos eksterne tekniske managers
- Ændringer af bemanning i 2012

Drift af egne skibe

Driftsudgifterne på egne skibe var året igennem under pres. Presset skyldtes især ekstra udgifter til piratbekæmpelse, højere lønninger end ventet til internationale søfolk samt stigende udgifter til vetting-indsats. NORDEN iværksatte derfor en række tiltag, som henover sommeren knækkede omkostningskurven, og for året som helhed lå flåden marginalt under budget.

Tiltagene blev fastlagt i dialog med office-rerne, og der blev sat ind på områder, hvor man ikke svækkede niveauet for sikkerhed, kvalitet og miljø. Eksempler var sammenligning af procedurer og driftstal skib for skib, forbedret lagerstyring, mere stringent opfølgning på budgetter, nye procedurer for besætningsskift for at mindske rejse- og opholdsudgifter samt strømlining af indkøb m.v. Det er f.eks. lykkedes at reducere en væsentlig udgiftspost som smørreolie med 3% i forhold til budgettet.

For at håndtere væksten i flåden blev yderligere 8 skibe lagt ud til eksterne managers, som i alt stod for den tekniske drift af 12 af NORDENs skibe. Erfaringerne er overvejende gode, men 2 af de eksternt drevne skibe har ikke stabilt opfyldt NORDENs krav, og derfor vil Rederiet fra 2012 selv stå for teknisk management af de skibe.

Indbefragtet flåde

Parallelt med effektiviseringerne på egne skibe søger NORDEN at nedbringe omkostninger til indbefragtet tonnage. Det sker løbende, enten ved at korttidsindbefragtet tonnage så vidt muligt erstattes af skibe med lavere charterhyrer eller ved genforhandling af certepartier ved udløb.

Brændstofeffektivitet

På alle skibe opereret af NORDEN er der stærkt fokus på at nedbringe forbruget af brændstof. Det sker dels ved Rederiets

klimaplan, dels ved effektiv ruteplanlægning og right-steamning, hvor operatørerne tæt følger skibenes faktiske fart og forbrug. I Tank er der også fokus på korrekt opvarmning af produkter, som skal holde en vis temperatur. Endelig har en indsats for at monitorere brændstofbeholdninger ved levering og tilbagelevering af korttidsindbefragtede skibe også ført til besparelser.

Tiltag i 2012

Stram styring af omkostningerne på egne skibe bliver stadig vigtigere i svage markeder med lave rater. For at nedbringe udgifterne på produkttankskibene må NORDEN afskedige 10 danske seniorofficerer og ændre vilkårene for 14 danske juniorofficerer, så de ikke automatisk får job i NORDEN, når de har nået den lovede sejltd. Seniorofficererne erstattes af især indiske officerer med relevant erfaring og certifikater, og juniorerne erstattes med filippinere. I praksis vil flertallet af seniorofficererne på DIS-flagede produkttankskibe stadig være danske.

For at sikre en ensartet, høj kvalitet vil NORDEN selv stå for teknisk management af alle produkttankskibe – både de 17 nuværende skibe og de 4 skibe, der leveres i 2013. Også i det perspektiv er det vigtigt at skabe en pool af dygtige indiske seniorofficerer, som kan få den erfaring i Rederiet, som de store olieselskaber kræver ved langtidsindbefragtning.

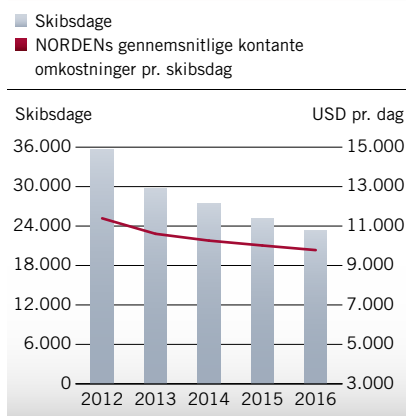
NORDEN vil fortsætte samarbejdet med udvalgte eksterne managers, som skal drive tørlastskibe med samme standarder og kvalitetskrav som på de skibe, NORDEN selv driver.

På egne skibe videreføres en stram styring af omkostningerne. Samtidig ventes den voksende flåde at give yderligere stordriftsfordele i f.eks. indkøb og dokning. I hele den opererede flåde bliver energieffektiv drift endnu vigtigere.

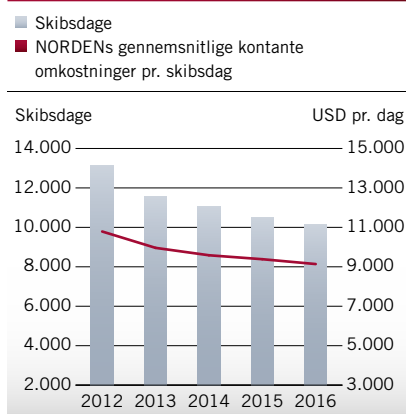
De gennemsnitlige kontante omkostninger til den kendte flåde er i 2012 budgetteret til USD 11.391 pr. dag i Tørlast og USD 10.790 pr. dag i Tank. Tallene dækker charterhyrer til indbefragtede skibe og for egne skibe kontante udgifter til skibenes drift og bemanning, eksklusive bunkers, dokning og havnekald. I Tank er omkostningerne i alle skibstyper under de 1-årige perioderater (kilde: ACM), og det er også tilfældet i Tørlast (kilde: Clarksons), undtagen i skibstypen Handymax, hvor NORDEN dog har afdækket alle kendte skibsdage i 2012.

De estimerede gennemsnitsomkostninger i den kendte flåde falder fra 2012 til 2016 med 14% i Tørlast og 15% i Tank.

Kapacitet og omkostninger, Tørlast



Kapacitet og omkostninger, Tank



FINANSIELLE FORHOLD

- Likvider og værdipapirer for USD 407 mio.
- Udvidelser af kerneflåde øger gearing
- Kendte investeringer på USD 140-160 mio. i 2012

Stærk kapitalstruktur

Med en stærk balance og et solidt finansielt beredskab er NORDEN fortsat godt rustet til at udnytte muligheder i de udfordrende markeder. Ved årets udgang havde Rederiet likvider og værdipapirer for i alt USD 407 mio. og uudnyttede kreditfaciliteter på USD 150 mio.

De likvide beholdninger udgør USD 336 mio. (USD 575 mio.), og hertil kommer NORDENs andel af likvider i joint ventures, som beløber sig til USD 6 mio. (USD 35 mio.). De likvide beholdninger er i hovedsagen placeret som aftaleindskud i store, skandinaviske banker med ratingen A eller højere, mens en mindre del er bundet i garantistillelser. Likviditet placeres i henhold til NORDENs bankpolitik, og praksis er i 2011 strammet yderligere på grund af den finansielle sektors problemer.

Desuden har NORDEN værdipapirer for USD 71 mio. (USD 38 mio.), især erhvervsobligationer med kort løbetid udstedt af virksomheder, der mindst har en "investment grade" rating, samt danske realkreditobligationer med udløb i 2012. Andelen af obligationer udstedt af banker er faldet i året.

Faldet i de samlede likvide beholdninger skyldes, at NORDEN som planlagt har investeret USD 358 mio. i nybygninger m.v. og udloddet USD 95 mio. til aktionærerne ved aktietilbagekøb og udbytter. Alligevel er det finansielle beredskab fortsat betydeligt. De likvide beholdninger og

værdipapirer overstiger den rentebærende gæld ultimo året med USD 242 mio., hvilket svarer til DKK 34 pr. aktie.

Større fleksibilitet

NORDEN har valgt at øge fleksibiliteten ved at indgå 2 nye langfristede kreditfaciliteter på i alt USD 150 mio. Det er dels en aftale med et dansk finansieringsinstitut om USD 100 mio. til de produktankere, Rederiet bygger i Korea. Og dels en aftale med japanske banker om USD 50 mio. til tørlastskibe fra japanske værfter. De 2 nye faciliteter var endnu ikke udnyttet ved årets udgang.

Den rentebærende gæld er vokset fra USD 58 mio. til USD 165 mio. som følge af, at Rederiet har trukket USD 162 mio. på den kreditfacilitet, der i 2010 blev indgået med den kinesiske eksportgarantifond SINOSURE og et internationalt bankkonsortium. Modsat har NORDEN afdraget USD 43 mio. på et tidligere optaget lån til 4 produkttankskibe. Resten af gælden på dette lån – USD 15 mio. – forfalder i 2012.

NORDENs 3 langsigtede kreditfaciliteter har en løbetid på 10-12 år, og renten er fastlåst i 5-12 år på under 4% i gennemsnit, inkl. marginer. Selv hvis faciliteterne udnyttes fuldt ud, vil belåningen kun svare til 20% af flådens markedsværdi.

Stigende nettoforpligtelser

De justerede netto rentebærende aktiver udgjorde ultimo året USD 240 mio. Med-

Gearing

Nettoforpligtelser i forhold til bogført egenkapital



regnes operationelle leasingforpligtelser, fremtidige betalinger på nybygninger og kontraktuelt sikrede indtjeningsstrømme er Rederiets samlede nettoforpligtelser ved årets udgang USD 627 mio. Nettoforpligtelserne er steget USD 292 mio. Stigningen skyldes nyinvesteringer i kerneflåden, udlodning til aktionærerne samt lavere rater på ny afdækning i året. De stigende nettoforpligtelser har øget NORDENs gearing fra 0,2 til 0,3.

Tiltag i 2012

I 2012 har NORDEN forventede investeringer på i alt netto USD 140-160 mio., som i al væsentlighed består af kendte forpligtelser på nybygningsprogrammet. Tallene indeholder kun betalinger på de kontraheringer, der endeligt var indgået ved årsskiftet. Yderligere aftaler om køb, salg eller kontrahering vil kunne ændre de samlede investeringer.

Desuden foreslår bestyrelsen et udbytte på USD 29 mio.

NORDEN vil begynde at trække på den nye japanske kreditfacilitet, mens den nye danske facilitet ventes udnyttet fra 2013. Der er ikke planer om at optage yderligere gæld til kendte investeringer, men hvis NORDEN beslutter nye investeringer, kan fremmedfinansiering komme på tale. Den forsigtige styring af likviditeten fortsætter.

Nettoforpligtelser (ultimo) nutidsværdier, USD mio.			
	2011	2010	2009
Justeret netto rentebærende aktiver*	240	542	679
T/C-forpligtelser**	-1.748	-1.925	-2.199
Nybygningsbetalinger minus provenu fra skibssalg**	-197	-329	-456
Kontraktuelt sikrede indtjeningsstrømme** (T/C og lastekontrakter)	1.078	1.377	1.203
Nettoforpligtelser	-627	-335	-773

* Justeret for forudbetalinger på skibskøb og valutawaps

** Nutidsværdier

TØRLAST

MARKED:

- Fortsat stærk vækst i efterspørgslen
- Udbudsvækst høj, men aftagende fra 2012
- Meget udfordrende vilkår i 2012

NORDEN:

- Højere indtjening i 2011 end ventet
- Betydelig vækst i forretningsomfang
- 90 mio. tons last på bogen fra 2012



Hoved- og nøgletal

USD mio.	2011	2010	2009	2008	2007
Omsætning	1.936	1.946	1.516	4.002	2.743
EBITDA	171	249	139	455	497
Salgsavancer skibe m.v.	0	28	70	247	59
EBIT	127	260	188	687	548
Langfristede aktiver	1.010	850	646	566	369
EBITDA-margin, %	9%	13%	9%	11%	18%
EBIT-margin, %	7%	13%	12%	17%	20%
Gns. antal medarbejdere	466	325	329	372	269
Totalt antal skibsdage	64.851	54.661	45.945	68.172	60.425

NORDENs resultater

Med et EBITDA på USD 171 mio. blev driftsindtjeningen i Tørlast højere end ventet. I marts forventede NORDEN et EBITDA på USD 125-155 mio., og seneste prognose fra november var USD 150-170 mio.

Indtjeningen kom bedre ud end ventet, fordi Tørlast indgik en række kortere lastekontrakter til attraktive rater og generelt var godt positioneret med bl.a. mange backhaul-rejser til Atlanten. Også optimeringer af logistikken under lastekontrakter bidrog til, at indtjeningen blev bedre end ventet.

Engangsindtægterne beløb sig til netto USD 12 mio. mod USD 78 mio. året før. Justeret for engangsindtægter var driftsindtjeningen 7% lavere end året før. Det er et robust resultat i lyset af, at markedsraterne (Baltic Dry Index) i gennemsnit var 44% dårligere end året før.

Takket være indtægter fra afdækningen ved årets start og den lønsomme aktivitet som operatør var NORDENs dagsindsejling i gennemsnit 30% bedre end spotraterne og 26% over de 1-årige T/C-rater (kilde: Clarksons). I Handymax og Panamax – de skibstyper, hvor NORDEN har flest skibsdage – lå Rederiets indsejling henholdsvis 37% og 19% over de 1-årige T/C-rater.

Under de vanskelige markedsforhold, som har været dagens orden siden efteråret 2008, har NORDENs tilgang til markedet i alle skibstyper givet en dagsind-

sejling, der er højere end de 1-årige T/C-rater.

NORDENs forretning

Tørlast havde i 2011 en betydelig vækst i forretningsomfanget med 19% flere skibsdage og 40% mere transporteret last. NORDEN fragtede i alt 60,5 mio. tons last (uden last på udbefragede ski-

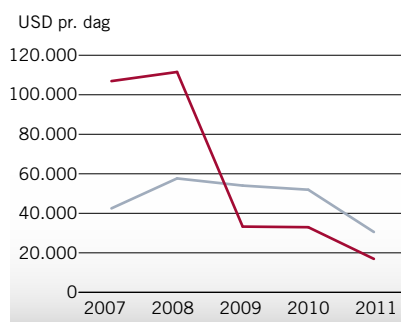
be), og væksten på 40% overgik såvel markedsvæksten som målet i strategiplanen om en gennemsnitlig årlig vækst på 15%.

I det stærkt fragmenterede tørlastmarked er NORDEN en stor udbyder med en markedsandel på knap 2% af den last, der blev transporteret globalt i 2011. Inden for mindre konjunkturfølsomme råvarer som kul og korn er NORDENs markedsandel højere, og det gælder også for bl.a. cement og slagger.

NORDENs største enkeltmarkeder var uændret Kina og Indien, som aftog 25% af al Rederiets last. Rederiet kaldte en kinesisk havn cirka hver anden dag året igennem, primært med malm og kul fra Australien, korn fra Nordamerika og kul fra Indonesien og Canada. Kul var også en meget stor kommoditet ind til Indien, især fra Indonesien og Australien. Øvrige

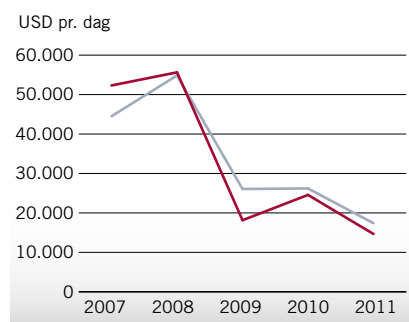
Capesize T/C-rater

■ NORDEN
■ Clarksons, 1-årig T/C-rate



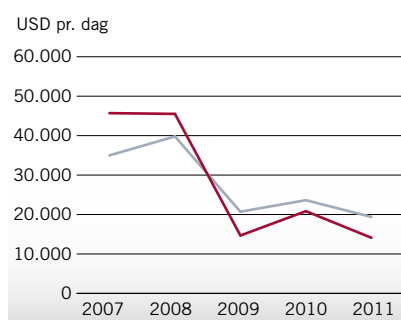
Panamax T/C-rater

■ NORDEN
■ Clarksons, 1-årig T/C-rate



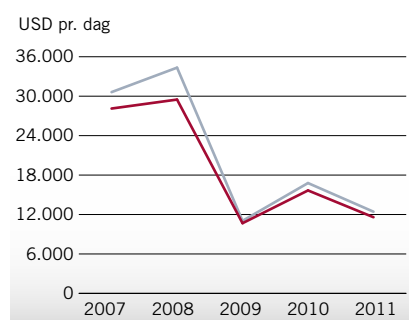
Handymax T/C-rater

■ NORDEN
■ Clarksons, 1-årig T/C-rate



Handysize T/C-rater

■ NORDEN
■ Clarksons, 1-årig T/C-rate



Beskæftigelse og rater, Tørlast, 2011

Skibstype	Capesize	Post-Panamax	Panamax	Handymax	Handysize	Total**
NORDENs skibsdage	1.460	2.282	29.198	25.884	6.027	64.851
NORDEN T/C (USD pr. dag)	30.548	14.854	17.387	19.385	12.426	17.930
1-årig T/C (USD pr. dag)*	16.938	13.879	14.663	14.108	11.587	14.179
NORDEN vs. 1-årig T/C	+80%	+7%	+19%	+37%	+7%	+26%

* Kilde: Clarksons

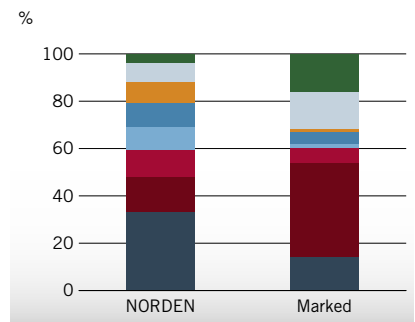
** Vægtet gennemsnit

store importmarkeder var USA, hvor den største enkeltvare er salt, samt Italien og England (begge med kul som største kommoditet). NORDENs største udskibningslande var USA, Australien, Indonesien, Canada og Brasilien.

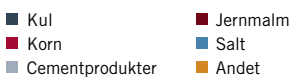
I forhold til markedets sammensætning er NORDEN overvægtet i Indien, Sydamerika, Mellemøsten, Afrika, Europa og USA. Modsat er NORDEN i forhold til markedet undervægtet i Kina, Japan og øvrige Asien. Trafikmønstrene er i høj grad dikteret af NORDENs store lastekontrakter og stærke kunderelationer på begge sider af Atlanten.

NORDEN har sluttet en række lastekontrakter, som har øget afdækningen fra 2012 og fremad med ca. 23.000 skibsdage. De største aftaler var en 5-årig kontrakt på kul fra Indonesien (option Sydafrika) til Indien fra 2012, en 10-årig kontrakt på salt fra Chile til USA med start i 2013 og en 5-årig kontrakt på kul fra Svalbard til Nordeuropa, hvor de første afskibninger fandt sted i 2011. Mængderne under de 3 kontrakter udgør godt 20 mio. tons og resulterer i ca. 330 Handymax og Panamax afskibninger.

Geografisk fordeling af import, 2011



NORDENs tørlasttransporter, 2011



Globale tørlasttransporter, 2011

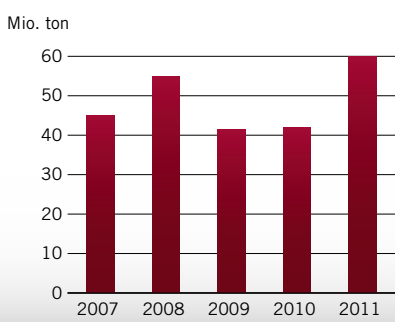


Markedet i 2011

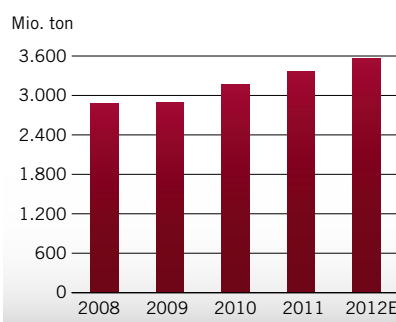
Tørlastmarkedet var præget af en betydelig tilgang af nye skibe, og væksten i udbuddet var for høj til, at den kunne absorberes af en ellers god stigning i efterspørgslen.

Den samlede efterspørgsel efter tørlasttonnage antages at være vokset ca. 9,6% (kilde: R.S. Platou), mod 13,4% året før. Den søbaserede transport af råvarer steg ifølge R.S. Platou med 6% (8,8% i 2010), og herudover bidrog faktorer som ventedage i havnene, ineffektive handelsmønstre (længere transportafstande) og kinesisk kystsejls til væksten.

NORDENs transporterede mængder



Global søbaseret tørlasttransport



Kilde: R.S. Platou

De vigtigste råvarer er uændret jernmalm og kul, som tilsammen udgør over 60% af de fragtede volumener. Transporterne af jernmalm voksede ifølge R.S. Platou med 8,5% og blev ikke mindst drevet af Kina, som i følge de kinesiske toldmyndigheder importerede 10,9% mere malm mod et fald i importen på 1,4% året før. Effekten på den samlede efterspørgsel efter tørlasttonnage var større, fordi malmen var længere undervejs, da Kina hen-

ter mere malm i Brasilien og Australien på bekostning af Indien.

Kultransporter viste en vækst på niveau med andre råvarer, igen også drevet af Kina, som øgede kulimporten med 10,2% for bl.a. at opveje, at el-produktionen fra vandkraft i perioder var ramt af tørke. Samlet var Kinas industriproduktion fortsat stærk, trods de ustabile finansielle markeder i USA og Europa.

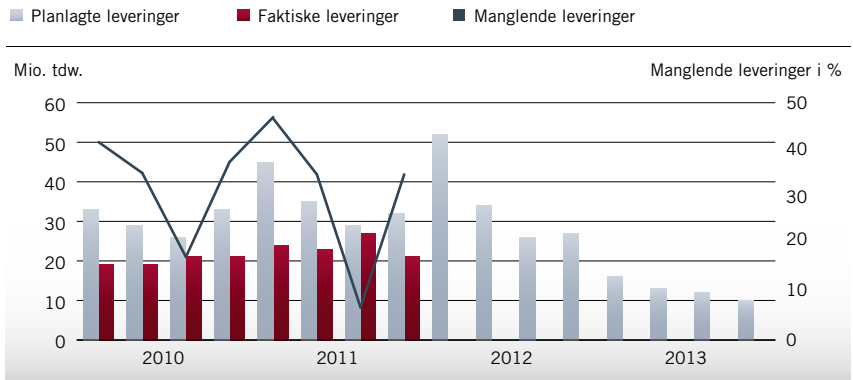
Enkelte begivenheder medførte i perioder afbræk i efterspørgslen. F.eks. decimerede jordskælvet og tsunamien i flere måneder Japans import af kul og jernmalm, ligesom oversvømmelser af miner og jernbaner i årets første halvdel reducerede den vigtige kuleksport fra Australien.

Leveringerne af nye skibe lå på et historisk højt niveau, men også ophugningen af ældre skibe tog til. Efter skrotning af 22,2 mio. tdw. (6,4 mio. tdw. i 2010) voksede den globale flåde netto med 73,7 mio. tdw. eller 15,3%, mens væksten i 2010 var 13,4% (kilde: Clarksons). Væksten dækker over store forskelle mellem de enkelte skibstyper. Således voksede den globale flåde netto 18,8% i Capesize, 8,8% i Panamax, 17,1% i Handymax og 5,7% i Handysize (kilde: Clarksons).

Selvom flådevæksten som ventet lå betydeligt under den kendte ordrebog, var der ved årets udgang leveret 68% af de planlagte skibe (kilde: R.S. Platou). Som følge af de høje leverancer og lavere kontrahering af nybygninger end i 2010 svarer ordrebogen ultimo året til 33% af den globale flåde mod 54% året før. Der er væsentlige forskelle skibstyperne imellem. Ordrebogen udgør 33% af verdensflåden i Capesize, 39% i Panamax, 28% i Handymax og 21% i Handysize (kilde: Clarksons).

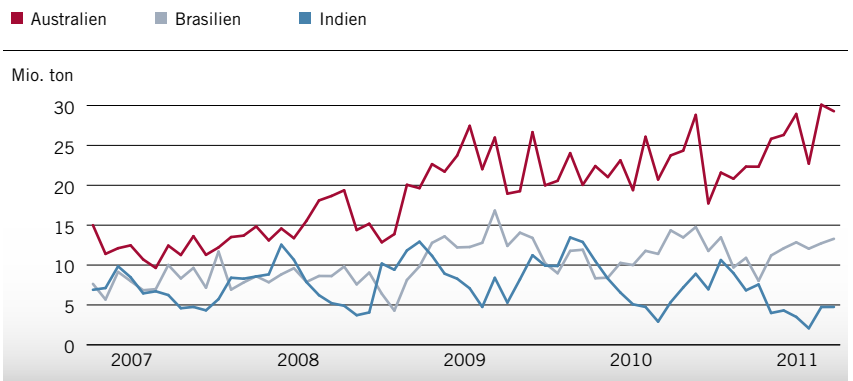
Den høje udbudsvækst trykkede markedsraterne, som blev væsentligt lavere end i 2010. Spotraterne var i gennemsnit 53% lavere i Capesize, 44% lavere i Panamax og 36% lavere i Supramax og Handysize (kilde: Baltic Exchange). For

Planlagte vs. faktiske leveringer



Kilder: R.S. Platou (historiske tal) og Clarksons (fremtidige leveringer)

Udvikling i Kinas import af jernmalm



Kilde: De kinesiske toldmyndigheder

året som helhed lå Baltic Dry Index 44% lavere end i 2010.

Også skibspriserne blev påvirket af de lavere rater, det høje udbud og knaphed på finansiering. Priserne på secondhand skibe begyndte at falde ved udgangen af 1. kvartal, og tendensen fortsatte året ud. Samlet faldt priserne cirka 20% på tværs af alle skibstyper. Også nybygningspriserne faldt.

Markedet i 2012

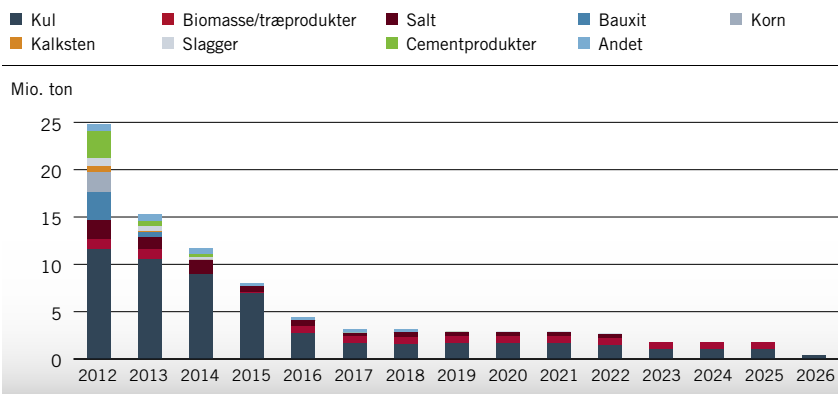
Markedet ventes i 2012 at blive meget udfordrende, og spotraterne ventes at falde yderligere som følge af den fortsatte ubalance mellem efterspørgsel og udbud.

Efterspørgslen efter tørlasttonnage ventes fortsat at være god. R.S. Platou forventer således en vækst på ca. 9,3%,

kun lidt under niveauet fra 2011. Væksten vil primært blive drevet af Kinas import af råvarer som kul og jernmalm, men også faktorer som længere distancer og ventetider i havne ventes at bidrage positivt til efterspørgslen.

Ordrebogen for 2012-leveringer til den globale tørlastflåde tæller i alt 139 mio. tdw., hvilket indikerer, at verdensflåden vil vokse 23% (kilde: Clarksons). Men også i 2012 vil en stor del af ordrebogen ikke blive leveret, og hvis det i lighed med tidligere år antages, at 35% af de rapporterede ordrer ikke leveres, vil verdensflåden vokse 15% brutto. Efter forventet skrotning af ca. 25 mio. tdw. ældre skibe ventes en nettovækst i den globale flåde på ca. 11%, hvilket er noget lavere end i 2011. Væksten vurderes at blive højest i

Last på fremtidige kontrakter



blive leveret, og øget skrotning ventes også over de næste 3-5 år at bidrage til, at nettovæksten i flåden fra 2013 nærmer sig et historisk set normalt niveau, så markedet hurtigere genvinder balancen.

Skrotningen drives dels af det udfordrende marked med lave fragtrater, dels af høje brændstofpriser og fremkomsten af nye, brændstoeffektive designs, som vil bevirke, at ældre tonnage ikke længere er konkurrencedygtig. NORDENs kerneflåde er væsentligt yngre end verdensflåden, hvilket alt andet lige er en konkurrencefordel (se skemaet side 23).

første halvår, hvorefter den ventes at aftage.

Markedet på længere sigt

På lidt længere sigt er det Rederiets vurdering, at markedet igen vil blive attraktivt, i takt med at de eksportorienterede miner i bl.a. Sydamerika, Australien og Afrika udvider råvareproduktionen, og flådevæksten tager af som følge af en lavere tilgang af nybygninger og højt skrot-

ningsomfang. Desuden vil markedsudviklingen på længere sigt i høj grad være knyttet til den økonomiske udvikling i Asien samt strukturelle ændringer i de globale handelsmønstre.

Den totale ordrebog var ved udgangen af 2011 rapporteret til 201 mio. tdw., hvoraf ca. 70% ifølge mæglernes ordrebøger skulle leveres i 2012 (kilde: Clarksons). En stor del af ordrebogen ventes ikke at

NORDENs positionering

NORDEN har i de seneste år forberedt sig på et udfordrende tørlastmarked. De strategiske målsætninger om en 15% vækst i lastbasen er et direkte resultat af disse forberedelser, og derfor er NORDEN i højere grad end tidligere direkte eksponeret mod store, solide mine- og råvareselskaber, energiselskaber og råvareintensive industrier, hvor modpartsrisikoen generelt er lavere end for shippingselskaber. NOR-



Kul er den største lasttype i NORDENs fremtidige kontrakter. Her lastes kul på Svalbard.

DEN har i sin afdækning 190 modparter, hvoraf de 20 største står for 78% af Rederiets afdækkede omsætning. I top-20 er der en overvægt af råvare- og mineselskaber, energiselskaber og industrikoncerner, mens 5 af modparterne er shippingselskaber. Se i øvrigt "Kreditrisici" på side 64.

NORDEN havde ved indgangen til 2012 sikret fremtidige kontrakter for i alt 90

mio. tons. De største lasttyper i disse kontrakter er kul, biomasse/træprodukter og salt. Biomasse anvendes i stigende grad i især nordeuropæiske kraftværker i stedet for kul.

Rederiet er ofte short-listet, når store og lange lastkontrakter udbydes. Kunderne prioriterer stabilitet og sikkerhed højt, når de skal have opfyldt deres langsigtede

transportbehov, og NORDEN har klare fordele i kraft af sin finansielle styrke og transparens, sit brand, flådens størrelse og kvalitet samt traditionen for partnerskaber. Rederiets strategiske fokus er uændret lønsom vækst i kontraktporteføljen kombineret med lønsom vækst som operatør.

NORDENs Tørlastflåde pr. 31. december 2011

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

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

Kilde: R.S. Platou

TANK

MARKED

- Lukning af raffinaderier i OECD-området
- Tilgang af nye skibe er aftagende
- Gradvis bedring af markedet i 2012

NORDEN

- Højere driftsindtjening i et svært marked
- Dagsindsejling over markedsrater
- Vækst i kapacitet og forretningsomfang



Hoved- og nøgletal

USD mio.	2011	2010	2009	2008	2007
Omsætning	336	243	240	362	243
EBITDA	26	0	-4	67	53
Salgsavancer skibe m.v.	0	0	0	36	104
EBIT	-8	-25	-18	97	149
Langfristede aktiver	570	469	327	300	212
EBITDA-margin, %	8%	0%	-2%	19%	22%
EBIT-margin, %	-2%	-10%	-8%	27%	61%
Gns. antal medarbejdere	401	323	241	170	164
Antal skibsdage	13.675	11.383	10.006	9.276	6.968

NORDENs resultater

Tanks driftsindtjening (EBITDA) på USD 26 mio. var på niveau med det forventede, som var USD 20-30 mio. I forhold til 0-resultatet året før var der tale om en god fremgang, som løftede EBITDA-ratioen til 8%.

Forbedringen skyldes især større kapacitet med flere skibsdage, der blev beskæftiget til fornuftige rater. Desuden blev indtjeningen hævet af operationelle forbedringer, flere egne skibe og tilbagelevering af dyrere indbefragtet tonnage, der belastede indtjeningen året før.

Også det primære driftsresultat blev forbedret i tråd med målet i strategiplanen for 2011-13. Men på grund af en stigning i afskrivningerne fra USD 25 mio. til USD 33 mio. som resultat af væksten i egenflåden, var det primære driftsresultat fortsat negativt med USD -8 mio. (USD -25 mio.).

Tank gik ind i året med en relativt lav af-dækning på 36%, fordi vurderingen var, at der med et svagt forward-marked var mere at hente ved at beskæftige de fleste skibe i spotmarkedet frem for at udbe-fragte dem på længere aftaler. Strategien blev fastholdt året igennem, hvor ca. 2/3 af skibsdagene var beskæftiget på spot-rejser.

Dagsindsejlingen i Tank blev i gennemsnit 40% bedre end spotraterne i MR (kilde: Baltic Exchange) og samlet 9% bedre end de 1-årige T/C-rater. I Handysize og MR – de skibstyper, hvor Rederiet suverænt

har flest skibsdage – lå indsejlingen over de 1-årige T/C-rater (kilde: Clarksons). Anderledes i skibstypen LR1, hvor afviklingen af 1 skib tidligt på året og start af 2 nye skibe sidst på året havde en væsentlig negativ effekt på dagsindsejlingen. Rederiet havde dog kun 153 skibsdage i LR1.

Med de 1-årige T/C-rater som målestok har NORDEN konstant de seneste 5 år gjort det bedre end markedet i MR og Handysize. Et af målene i strategiplanen for 2011-13 er at fastholde den trend.

NORDENs forretning

Der var året igennem en god vækst i for-retningsomfanget med 20% flere skibsdage og stigende lastmængder. Norient Product Pool – som beskæftiger og opererer skibe fra NORDEN og partneren INC – fragtede godt 21 mio. tons last, en vækst på 12%. NORDENs skibe stod for 57% af poolens laster.

Den største lasttype i Norient Product Pool er fortsat fuelolie, som udgør 41% af de samlede laster (48% i 2010) fulgt af gasolie med 15% (17%). Andelen af benzin, nafta og forskellige clean petroleum

Beskæftigelse og rater, Tank, 2011

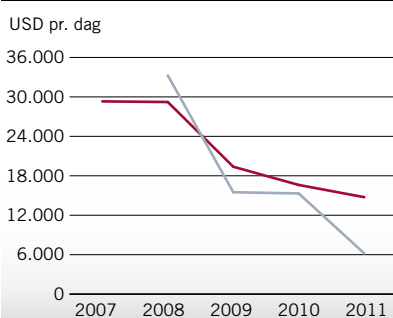
Skibstype	LR1	MR	Handysize	Total**
NORDENs skibsdage	153	6.518	7.004	13.675
NORDEN T/C (USD pr. dag)	6.195	14.947	13.470	14.093
1-års T/C (USD pr. dag)*	14.745	13.668	12.221	12.939
NORDEN vs. 1-års T/C	-58%	+9%	+10%	+9%

* Kilde: Clarksons

** Vægtet gennemsnit

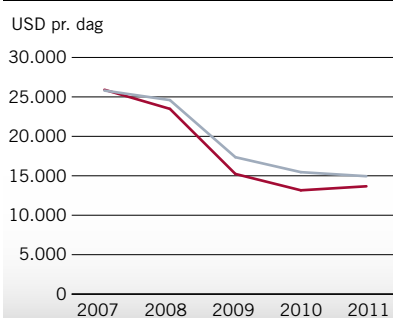
LR1 T/C-rater

■ NORDEN
■ Clarksons, 1-årig T/C-rate



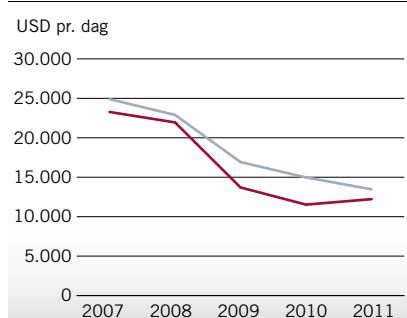
MR T/C-rater

■ NORDEN
■ Clarksons, 1-årig T/C-rate



Handysize T/C-rater

■ NORDEN
■ Clarksons, 1-årig T/C-rate

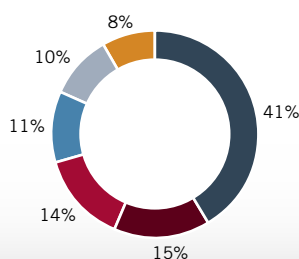


products (CPP) er stigende, og desuden arbejder Norient Product Pool på at opdyrke forretninger med vanskelige laster, hvor der stilles særlige krav til håndtering, opbevaring, overvågning etc. Eksempler herpå er etanol, molasse og kaustisk soda. Andre typer nichelaster er rapsolie og urea. Poolens nichelaster er endnu beskedne, men ventes at vokse fremover.

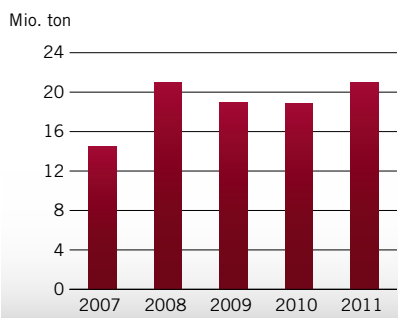
Norient Product Pool beskæftigede ved årets udgang 74 skibe og var fortsat verdens 3. største pool i produkttank. 43 af skibene kom fra NORDEN, en stigning på 3. Væksten lå i NORDENs kerneflåde – 2 nybygninger i henholdsvis Handysize og MR samt 1 secondhand Handysize skib – mens antallet af indbefragtede skibe uden købsoption var uændret. MR overhalede som ventet Handysize som den skibstype, NORDEN har flest enheder i. Den tredje skibstype er LR1, som NORDEN kortvarigt gik ud af i 1. kvartal, hvor indbefragtnin-gen af det sidste og relativt dyre LR1 skib

NPP transporter, 2011

■ Fuelolie ■ Gasolie ■ Benzin
■ Nafta ■ CPP ■ Andet



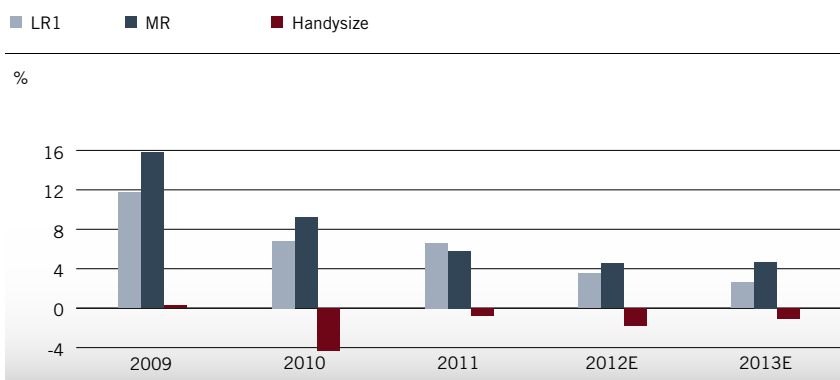
NPP total transporterede mængder



Kapacitetsudnyttelse i Norient Product Pool (ekskl. udbefragtede skibe)

	2007	2008	2009	2010	2011
Skibsdage med last	7.328	9.982	9.648	9.705	12.376
Skibsdage i ballast	1.747	2.054	2.020	2.570	2.795
Total antal skibsdage	9.075	12.036	11.668	12.275	15.171
Kapacitetsudnyttelse	81%	83%	83%	79%	82%

Vækst i verdensflåden, netto



Kilde: SSY

blev ophævet. Sidst på året gik NORDEN igen ind i LR1 med 2 kvalitetsskibe, der blev lejet på væsentligt mere fordelagtige vilkår.

Poolens største markeder er uændret Europa og Nordamerika, hvortil ca. 60% af poolens laster sejles. Men aktiviteterne uden for de traditionelle hovedmarkeder vokser fortsat, bl.a. i Afrika og i Sydamerika. Poolen har ca. 12% af sin forretning i det voksende marked i Sydamerika, især i Brasilien og i mindre grad Argentina, og for at støtte forretningen i regionen åbner poolen i 2012 kontor i Brasilien.

Der var året igennem fokus på operationelle forbedringer med optimal planlægning af rejser, løbende opfølgning på skibenes fart og forbrug m.v. Den effektive udnyttelse af kapaciteten på de skibe, der sejlede i spotmarkedet, blev øget fra 79% til 82%, som er et godt resultat i et presset marked.

Markedet i 2011

Den globale efterspørgsel efter olie steg i 2011 med 1,5%, mens markedet for transport af raffinerede olieprodukter generelt steg med 2,9% (kilde: Clarksons).

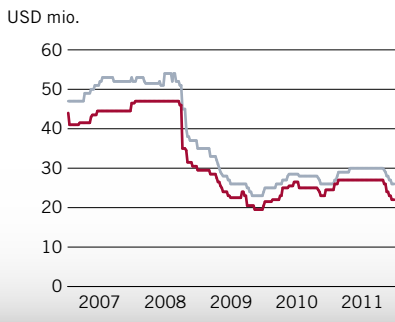
Den største stigning i transporterne af raffinerede olieprodukter var på ruterne i Asien, hvor væksten var 7,4% (kilde: Clarksons). Væksten blev drevet af Kina og i perioder også af Japan, hvor dele af raffinaderierne i perioder var sat ud af drift efter tsunamien i marts, hvorfor Japan måtte importere flere raffinerede produkter. Derimod var der på de transatlantiske ruter, der typisk er vigtige for MR skibene, kun en vækst på 1,5% mod 12,2% i 2010. Efterspørgslen på begge sider af Atlanten blev generelt trykket af Europas gælds-krise og i USA af svag økonomisk vækst og beskeden efterspørgsel på benzin.

Strukturelle forhold i de europæiske og nordamerikanske raffinaderisektorer udviklede sig som ventet, idet der i OECD-området blev planlagt lukning af raffinaderier med en samlet kapacitet på ca. 1,8 mio. tønder pr. dag (kilde: IEA). Det vil være positivt for efterspørgslen, da produktionen skal erstattes med eksport fra Mellemøsten og Asien.

Udbudsvæksten var igen moderat. Der blev fra værfterne leveret 113 nye pro-

Priser, moderne MR og Handysize skibe

- 5-årig MR, 47.000 tdw.
- 5-årig Handysize, 37.000 tdw.



Kilde: Clarksons

dukttankskibe på i alt 6,6 mio. tdw., men modsat blev der ophugget 35 skibe på i alt 1,5 mio. tdw. (kilde: SSY). Flådevæksten aftog i LR1 og MR, og i Handysize var væksten igen negativ pga. udfasning og ophugning af tonnage.

De pressede fragtrater og bankernes tilbageholdenhed med at finansiere nye skibe har ført til et lavt antal nykontraheringer. Ordrebogen er de seneste 3 år blevet reduceret væsentligt og talte ved udgangen af året kun 9,2 mio. tdw. til levering i årene 2012-14. Det svarer til 160 produkttank-skibe (kilde: SSY).

Markedsraterne for MR tankere steg 9,5% i forhold til 2010. Det var især gode rater i 2. kvartal samt en stærk afslutning på året, der trak årets gennemsnit op. Den gennemsnitlige MR spotindsejling lå på USD 10.652, og det højeste niveau var USD 18.436 pr. dag (kilde: Baltic Exchange).

Markedspriserne på skibe var rimeligt stabile. Priserne på 5-årig MR tonnage steg ganske vist i løbet af året til det højeste niveau siden april 2009, men faldt så tilbage og lå ved udgangen af året på samme niveau som ved årets start, ca. USD 26 mio. Nybygningspriserne var stort set uændrede det meste af året, men sluttede med et lille fald til USD 35,5 mio. for en MR produkttanker (kilde: Clarksons).

Markedet i 2012

Produkttankmarkedet ventes gradvist at blive bedre, men vil fortsat kunne være meget udfordrende i perioder. Kapaciteten på europæiske og nordamerikanske raffinaderier ventes fortsat at blive reduceret, men globalt ventes raffinaderiernes kapacitet at vokse med 9,6 mio. tønder pr. dag frem til 2016, og 95% af de planlagte udvidelser vil ske uden for OECD (kilde: IEA). Dermed vokser transporterne ad ruterne fra Mellemøsten og Asien til Europa og Nordamerika, og det bidrager positivt til efterspørgslen, da produkterne skal transporteres længere fra producent til forbruger.

Den globale efterspørgsel efter olie antages at stige 1,5% i 2012 og 1,4% i 2013, men med store forskelle fra region til region (kilde: IEA). Asien og Sydamerika ventes at drive efterspørgslen, mens OECD-landene i 2012 modsat ventes at reducere efterspørgslen med 0,3 mio. tønder pr. dag.

Efter 3 år med pressede fragtrater og dårlige markedsforhold har flere redere og operatører problemer med at finansiere driften. På kort sigt kan flere rederier komme under pres, og da det fortsat vil være svært at få ekstern finansiering, ventes kontraheringen af nye skibe fortsat at blive begrænset. Flådevæksten i 2012-13 ventes derfor at blive omkring 4,5% pr. år i MR, mens verdensflåden i Handysize stadig vil blive mindre som følge af skrotning af gamle skibe (kilde: SSY).

Markedet på længere sigt

Indsejlingen i markedet er gradvist blevet bedre i takt med, at større efterspørgsel og længere distancer har ført til, at markedet er begyndt at absorbere de mange leverancer fra de store leveringsår i 2008-09.

På længere sigt ventes raffinaderiernes geografiske placering at blive en nøglefaktor i markedet. Udnyttelsesgraden på raffinaderier i OECD var i 2006 ca. 87%, men ventes at falde til ca. 75% i 2015. Hvis raffinaderierne i OECD skal øge lønsomheden og hæve udnyttelsesgraden til gennemsnittet for årene 2006-11, skal yderligere kapacitet på 4 mio. tønder lukkes ned i OECD (kilde: IEA), og det vil forstærke billedet af, at Europa og Nordamerika i stigende grad forsynes fra raffinaderier i Mellemøsten og Asien.

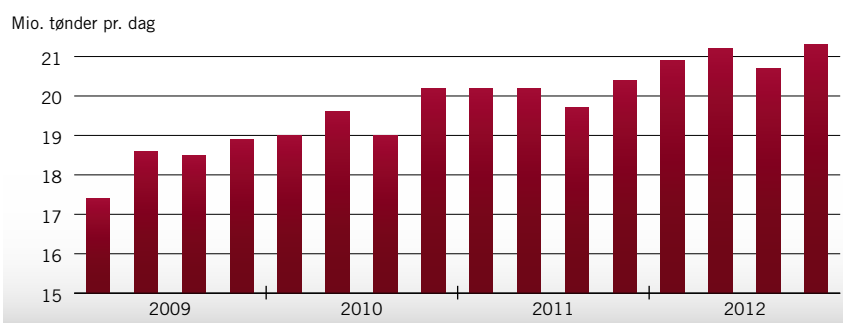
Væksten i efterspørgslen efter olie vil være drevet af lande uden for OECD, og den samlede efterspørgsel ventes at nå 95,3 mio. tønder pr. dag i 2016. Det er en stigning på 6,7% fra 2011 (kilde: IEA).

NORDENs positionering

NORDENs og Norient Product Pools mål er fortsat at være positioneret som et førstesteklasses rederi/operatør og dermed som en foretrukket partner for globale olieselskaber, store regionale olieselskaber og tradere.

Stadig større fokus på operatørers og rederes tekniske forhold ventes at blive de afgørende konkurrenceparametre, og

Olieforbrug i Asien (ekskl. OECD-lande)



Kilde: IEA

NORDEN vil vedholdende arbejde for at være blandt de bedste tankrederier målt på parametre som kvalitet, sikkerhed, indre og ydre miljø m.v. NORDENs kerneflåde er med en gennemsnitsalder på 2,7 år i MR og 4,5 år i Handysize væsentligt yngre end verdensflåden (se skemaet nedenfor), og NORDEN vil fortsat forny flåden med moderne kvalitetsskibe for både at sikre flådens tekniske performance og Tanks indtjeningsevne.

Norient Product Pool har bl.a. en styrkeposition indenfor issejlads, idet ca. 40% af poolens skibe er isklassede.

Norient Product Pool har i de seneste år i overvejende grad drevet spotforretning, men afsøger løbende markedet for længere kontrakter for at opnå den bedst mulige balance mellem kort og langsigtet afdækning af indtjeningen.

NORDENs Tankflåde pr. 31. december 2011

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

* Eksklusive kemikalietankskibe

Kilde: SSY



Handysize produkttankskibet NORD SNOW QUEEN i Den Engelske Kanal.

ORGANISATION

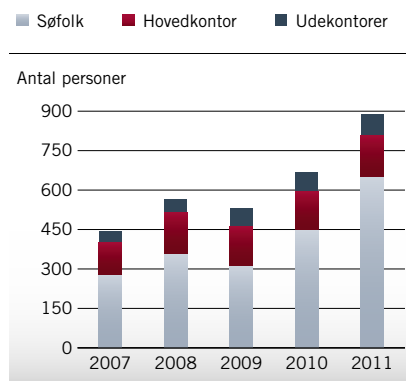
- Udvidelser af organisationen
- Forretningsomfang voksede mere end medarbejdertal
- Højere fastholdelsesgrad

Udvikling på land

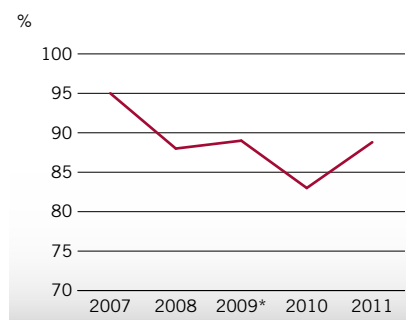
Der blev i 2011 nyansat medarbejdere på kontorerne for at håndtere den planlagte vækst i Rederiets aktiviteter. Ved udgangen af året var medarbejderstyrken i NORDEN vokset fra 233 til 259 personer, mens Norient Product Pool havde 47 ansatte (+3).

Mens medarbejderstyrken i NORDEN ved årsskiftet var øget med 11%, så voksede Rederiets forretningsomfang 19% målt ved antallet af skibsdage. Væksten var højere, hvis der også indregnes skibe fra tredjepart, som opereres af pools ledet af NORDEN, eller hvis lastmængder bruges som målestok for forretningsomfanget. Tallene viser, at forretningen er skalerbar og kan vokse effektivt.

Gennemsnitligt antal ansatte



Fastholdelsesgrad på land



* eksklusive kollektive afskedigelser i 2009

Fastholdelsesgraden på land kom med 88,0% tilbage på et for NORDEN normalt niveau efter et uventet fald til 82,5% året før. Faldet i 2010 gav ekstra næring til det løbende arbejde med trivsel, karriere-mæssige rammer, efteruddannelse m.v.

Der har ikke været problemer med at rekruttere nye, kvalificerede og i mange tilfælde mere erfarne medarbejdere. Gruppen af nøglemedarbejdere er intakt, og samlet vurderes Rederiets kernekompetencer at være fastholdt.

Rekruttering af trainees

9 shipping trainees fra Danmark, Singapore, Kina og USA begyndte 1. august på NORDENs egen uddannelse sammen med 1 svensk finance trainee. Uddannelsen er blevet yderligere rettet mod de kompetencer, trainees har brug for i NORDEN. Desuden har mentorer – erfarne medarbejdere – fået en stærkere rolle i det praktiske forløb, bl.a. ved løbende opfølgning på de mål, der sættes for hver trainee.

Shipping trainees rekrutteres i Kina, Singapore og USA direkte fra maritime uddannelsesinstitutioner, mens rekrutteringen i Danmark er bredere. 3 shipping trainees fuldførte uddannelsen i 2011, så NORDEN ultimo året havde 18 shipping trainees, 1 finance trainee og 1 IT trainee under oplæring. Trainee-uddannelsen er et vigtigt redskab til at skabe en talentmasse, og 3 af cheferne for NORDENs udekontorer er således tidligere NORDEN shipping trainees.

Udvikling til søs

Ved årets udgang havde Rederiet 793 søfolk og officerer mod 570 ultimo 2010. 163 var rederiansatte (danske officerer), mens alle øvrige var skibsansatte. Medarbejderstyrken til søs var ultimo året øget med 39%, mens antallet af skibe i NORDENs flåde var vokset med 57%, men en del af de nye skibes drift og bemanning blev lagt ud til eksterne managere, hvis søfolk ikke er ansat i NORDEN.

Udover de ombordværende ansatte er der i Indien og Filippinerne pools af søfolk, som alene mønstres til NORDENs skibe, men de får ifølge lokale aftaler først en ansættelseskontrakt, når de på mønstrer et skib.

NORDEN har ansat 13 nye aspiranter fra Svendborg International Maritime Academy (SIMAC) og Marstal Navigations-skole (MARNAV) samt 10 kadetter fra Holy Cross of Davao College i Manila. NORDEN har dermed ved årets udgang 34 officersaspiranter fra danske institutioner og 50 filippinske kadetter under uddannelse.

Kadetprogrammer og stipendier er sammen med sundhedsforsikringer, efteruddannelse, bonus og velfærdstilbud blandt de midler, NORDEN bruger for at tiltrække og fastholde officerer på Filippinerne, hvor der er særligt stort pres på det maritime jobmarked. Fastholdelsesgraden for filippinske officerer var stigende. Generelt var fastholdelsesgraden i flåden stort set uændret med ca. 81%.

Tiltag i 2012

Lønomsparingerne på land vil blive styret stramt, og der vil kun ske et lille antal nyansættelser, der er direkte koblet til vækst i forretningen. Desuden vil NORDEN ansætte 1 finance trainee og 7-9 shipping trainees i Danmark, USA, Singapore og Kina. Antallet fastlægges i april, og rekrutteringen er denne gang tilrettelagt, så den i højere grad appellerer til kvinder.

Også til søs er omkostningerne i fokus, men organisationen vil blive udvidet i takt med, at flåden vokser, og NORDEN får flere skibe under teknisk management. Som omtalt i afsnittet "Flådens omkostninger" (side 16) vil Rederiet især rekruttere indiske og filippinske officerer. NORDEN vil også tilbyde danske juniorofficerer ansættelse i tidsbegrænsede stillinger.

KOMPETENCER OG SYSTEMER

- Skalerbar forretning
- Opgradering af kritiske systemer
- Kompetenceudvikling

For at gøre forretningen mere effektiv og skalerbar styrker NORDEN løbende systemer, processer og medarbejdernes kompetencer. I 2011 er der besluttet en væsentlig opgradering af flere kritiske systemer.

Nyt shippingsystem

NORDEN har valgt et nyt shippingsystem, som understøtter alle processer ved befragtning og operation af skibene, leverer data til fakturering af rejser og afregninger samt opsamler forretningskritisk information om bl.a. kapacitet og afdekning. Efter en grundig evaluering og tests valgte NORDEN systemet IMOS. Ved valget blev der bl.a. lagt til grund, at IMOS er udviklet til rederier, og at systemet er velprøvet.

IMOS vil blive kombineret med en ny version af økonomistyringssystemet Navision. Desuden vil dele af Norient Product Pools operationssystem MOEPS blive integreret i IMOS.

På systemsiden har Rederiet også arbejdet med opgradering af CRM (Customer Relationship Management)- og HR-systemer og med at øge medarbejdernes mobilitet, ligesom nødberedskabet for IT er udbygget.

Nyt fleet management system

Også i flådens samspil med Teknisk Afdeling vil der ske et væsentligt løft på systemsiden. NORDEN har besluttet at implementere et nyt fleet management system fra norske Jotron Consultas, som vil samle alle data om planlagt vedligehold, vætning, inspektioner, performance og indkøb. I dag ligger de data i forskellige systemer, og enkelte data rapporteres på e-mail. Konsolideringen i et system vil give et bedre overblik over flådens performance, ligesom det bliver nemmere for både skibene og Teknisk Afdeling at rapportere data og følge op på dem i et system, hvor data automatisk synkroniseres mellem skibe og land.

Kompetenceudvikling

I flåden er kompetencesystemet NORDEN Officer Career Program (NOCaP) udviklet efter et pilotforsøg. Systemet opstiller planer for udvikling af hver officers kompetencer og ensartede kriterier for hver stilling, så det bliver nemmere at træne nyansatte officerer og tilbyde eksisterende officerer karriereudvikling – samt at dokumentere fremskridt. Relevante dele af NOCaP er integreret i Safety Management System.

På land har der været træning af nyudnævnte og nyansatte ledere. For generelt at styrke kommunikationen med kunder og specifikt understøtte den øgede satsning på kontrakter med industrielle kunder i Tørlast har ca. 100 medarbejdere også gennemført kurser i forhandlingsteknik. En større aktivitet i alle afdelinger har været Golden Rules of Communication, hvor målet er at udbygge vidensdeling og forbedre samarbejdet.

Tiltag i 2012

Shippingsystemet IMOS vil blive indført i en proces, der i første omgang involverer

IT, repræsentanter for brugerne og eksterne konsulenter og i næste fase vil omfatte træning af alle brugere. For at mindske risici ved overgangen kører IMOS i en tid parallelt med NORDENs nuværende shippingsystem. Parallelt hermed implementeres det nye Navision system. Det nye fleet management system vil blive indført i 2012 efter pilotforsøg og grundig træning af både officerer og den tekniske organisation på land.

På land fortsætter arbejdet med Golden Rules of Communication, og et andet tiltag for at styrke kommunikation på tværs af afdelingerne vil være et nyt Intranet. NORDEN vil igen måle medarbejdernes tilfredshed ved undersøgelsen Cultural Performance Drivers, der gennemføres hvert andet år, senest i 2010. Desuden vil der fortsat være fokus på generel kompetenceudvikling, både for Senior Management og for øvrige ledere og medarbejdere, samt på forhandlingsteknik.



Kompetenceudvikling for officererne sættes i system – her besætningen på NORD DORADO.

VEDERLAGSFORHOLD

Ny vederlagspolitik

Generalforsamlingen i april vedtog en revideret vederlagspolitik for bestyrelse, direktion og øvrige ansatte. Formål og principper blev ikke ændret, men der skete præciseringer af bl.a. beløb, grænser og afrapportering. Den nye politik kan ses på www.ds-norden.com/investor/corporategovernance/remuneration/.

De vigtigste instrumenter er fortsat: Konkurrencedygtig grundløn og pension, kontantbonus, aktieoptioner og medarbejderaktier. De aktiebaserede ordninger skal særligt fremme ledernes og medarbejdernes langsigtede adfærd og sikre, at de har fælles interesser med aktionærerne.

Bestyrelsen beslutter, hvordan vederlagspolitikken skal udmøntnes. Det sker efter indstilling fra vederlagskomiteen, som sammen med direktionen særligt påser, at vederlaget kan matche Rederiets behov, resultater og udfordringer. I 2011 har udfordringen været, at vederlaget på den ene side skal hjælpe NORDEN til at rekruttere og fastholde kvalificerede ledere og medarbejdere, men på den anden side kræver de dårlige markedsforhold tilbageholdenhed fra alle medarbejdere.

Udmøntning af politikken

I januar blev medarbejderne igen tildelt aktier, som i Danmark var skattefri for modtagerne. Hver medarbejder med mindst 1 års anciennitet fik 122 aktier, og i årets løb blev der løbende givet aktier til nye medarbejdere, når de optjente den krævede anciennitet. I alt uddelte NORDEN 44.774 aktier med en samlet kursværdi på USD 1,4 mio. Aktierne er taget ud af Rederiets egenbeholdning.

I marts tildelte bestyrelsen 350.000 aktieoptioner til 65 ledere og medarbejdere.

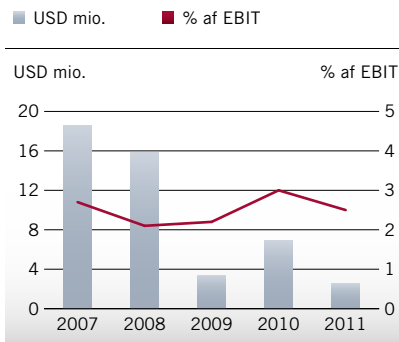
Det har altid været målet, at optioner først får en værdi for de ansatte, når aktionærerne har fået et afkast. Men hvor det mål før blev sikret ved at tillægge en rente på 8% p.a. fra tildeling til udnyttelse af optionerne, så gik NORDEN i 2011 over til et engangstillæg på 20% for at gøre ordningen enklere. Udnyttelseskursen beregnes herefter ved at tillægge 20% til aktiekursen ved tildelingen og så fratække udbetalt udbytte i perioden.

Den teoretiske markedsværdi af optionerne var efter Black-Scholes modellen USD 3,4 mio. Den øverste ledergruppe, har pligt til at geninvestere 25% af en eventuel gevinst på optionerne i NORDEN-aktier og beholde aktierne i 2 år.

Den faste løn for ansatte på land steg i snit 2-3% på hovedkontoret og 8-10% på udekantorerne, hvoraf flere ligger i lande med højere inflation og lønglidning. Til søs voksede lønningerne for danske officerer med 1%, mens lønglidningen for filippinske og indiske officerer var 6-7% pga. høj efterspørgsel på disse grupper. Den samlede lønsum var også påvirket af nyansættelser.

Tildelingen af bonus sidst på året afspejlede i høj grad ønsket om tilbageholdenhed i svære markeder. Der blev ikke givet kollektiv bonus, mens der året før blev udbetalt kollektiv bonus til alle på land, der opfyldte visse kriterier, samt til rederiansatte officerer. Også niveauet for individuelle bonusser blev sænket markant, og antallet af modtagere blev indsnævret. I alt blev der tildelt individuelle bonusser på USD 2,6 mio. mod USD 6,9 mio. i 2010. Den tildelte bonus svarer til 2,5% af NORDENs EBIT-resultat. Det maksimale ifølge vederlagspolitikken er 3% af EBIT-resultatet.

Tildelt bonus



I det samlede tildelte bonusbeløb indgår stay-on bonusser på USD 0,5 mio. (USD 0,6 mio.) til 5 ledere.

Bonus til ledere bestemmes af bestyrelsen efter indstilling fra direktionen. Bonus til øvrige medarbejdere fastlægges af direktionen og afdelingslederne ud fra de rammer, bestyrelsen har givet.

Tiltag i 2012

I januar 2012 tildelte NORDEN igen medarbejderne aktier. Hver medarbejder med mindst 1 års anciennitet fik 161 aktier. Da den nye regering har afskaffet ordningen, var det desværre sidste gang, NORDEN kunne gøre brug af denne mulighed for at gøre medarbejderne til medejere.

I marts 2012 tildeler bestyrelsen 350.000 aktieoptioner til udvalgte ledere og medarbejdere. Den teoretiske markedsværdi er efter Black-Scholes modellen estimeret til USD 2,4 mio., hvis alle optioner tildeles og udnyttes efter 3,25 år. Beregningen forudsætter en volatilitet på 54,8%, et årligt udbytte på DKK 4 pr. aktie, en risikofri rente på 0,7% og en DKK/USD kurs på 5,50.

For at holde omkostningerne nede i svære markeder er der sket beskedne reguleringer af den faste løn for medarbejdere på land, typisk ved udnævnelser. Til søs ventes en lønudvikling lidt under niveauet for 2011. Beslutning om eventuelle bonusser vil blive truffet sidst på året.

Direktionens bonus- og lønforhold er beskrevet på side 36.

Optionsprogrammer

Tildelingsår	Personer	Optioner	Udnyttelsesperiode	Direktionens andel
2012	68	350.000	2015-2018	23%
2011	65	350.000	2014-2017	23%
2010	59	350.000	2013-2016	25%
2009	59	379.185	2012-2015	27%
2008	50	446.100	2010-2012	26%

LEDELSESFORHOLD

Principper

NORDEN ledes med afsæt i Rederiets vision, mission og værdier. Det ledelsesmæssige fokus er langsigtet, og målet er, at Rederiet hele tiden udvikler sig til gavn for sine interessenter, og at NORDEN – også i volatile markeder – får en fornuftig og rimelig forudsigelig indtjening inden for de risikorammer, bestyrelsen har stillet op (se bl.a. regnskabsnote 2).

Som det er kutyme i Danmark, har NORDEN en tostrengt ledelsesstruktur med en bestyrelse og en direktion. Der er intet personsammenfald mellem de 2 organer. Flertallet af bestyrelsens medlemmer vælges af aktionærerne på generalforsamlingen, resten vælges af medarbejderne. Generalforsamlingen er den højeste myndighed, og beslutninger her træffes med almindelig stemmeflertal, medmindre andet følger af lovgivning eller af NORDENs vedtægter.

Bestyrelsen vedtager strategi, politikker, mål og budgetter. Desuden udstikker bestyrelsen rammer for risikostyring og kontrollerer den daglige ledelses arbejde, procedurer m.v. Bestyrelsen kan beslutte ekstraordinært udbytte, og bestyrelsen har også en 1-årig bemyndigelse til at lade Selskabet købe egne aktier. Derimod har bestyrelsen ingen ret til at udvikle NORDENs aktiekapital.

Bestyrelsen ansætter direktionen og fastlægger dens opgaver og vilkår. Direktionen står for den daglige ledelse, organisering og udvikling af NORDEN, styring af aktiver og passiver, regnskab og rapportering, ligesom direktionen udarbejder strategioplæg og fører strategien ud i livet. Den løbende kontakt mellem bestyrelse og direktion varetages især af formanden, og desuden deltager direktionen og andre ledere i bestyrelsesmøderne.

Bestyrelsens arbejde

I 2011 holdt bestyrelsen 13 møder – 8 fysiske møder og 5 telefonmøder. Mødeprocenten var 93% for de aktionærvælgte og 36% for de medarbejdervælgte, hvortil skal bemærkes, at de medarbejdervælgte er officerer, som kan være forhindret på grund af opgaver til søs.

Bestyrelsen sikrer med årskalenderen nedenfor, at alle relevante emner bliver behandlet i årets løb, og at vigtige politikker, forretningsorden, interne regler m.v. mindst drøftes en gang årligt. Strategi og budgetter behandles første gang på et seminar i november, og den endelige vedtagelse sker på mødet i december. I naturlig forlængelse af, at NORDEN har styrket sit fokus på lastekunder, aflagde bestyrelsen 21.-23. august besøg på Svalbard hos mineselskabet Store Norske Spitsbergen Grubekompani AS, med

hvem NORDEN har indgået en stor lastekontrakt, som bl.a. har ført til etableringen af et norsk datterselskab.

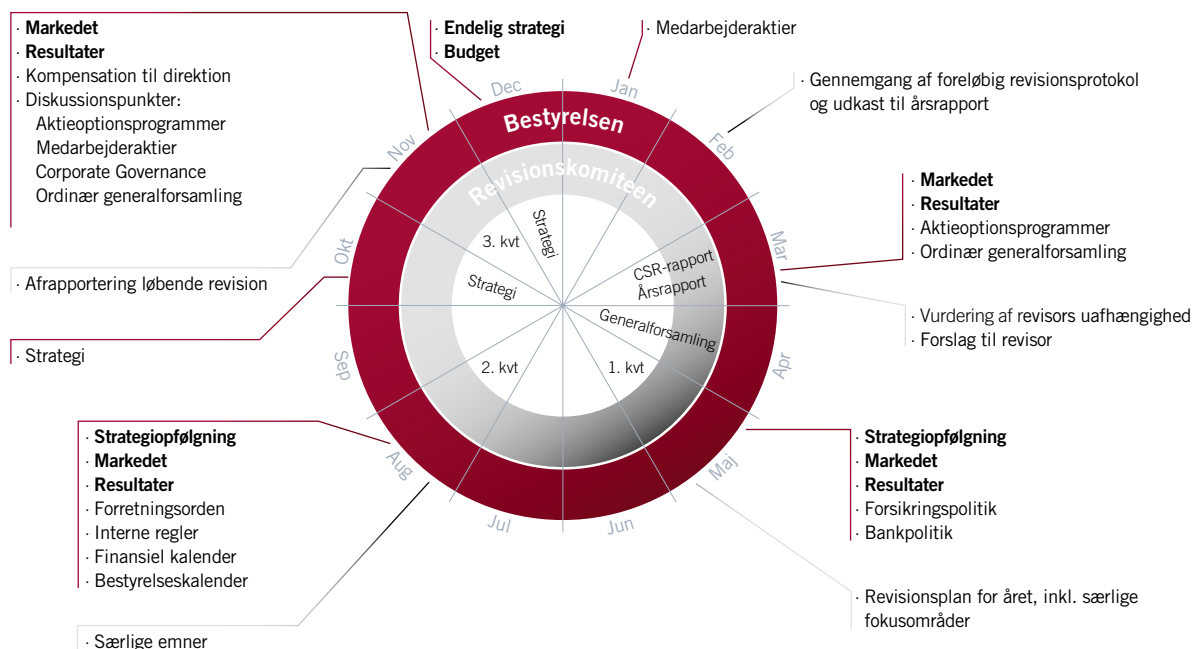
4 af årets møder har også omfattet de opgaver, bestyrelsen har som revisionskomité, nemlig at overvåge kontrol- og risikostyringssystemer, revision, regnskabsaflæggelse m.v. Det fulde kommissorium kan ses på hjemmesiden. Revisionskomiteen har særligt drøftet modparts- og kreditrisici samt nedskrivningstest. En redegørelse for kontrol og risikostyring i forbindelse med regnskabsaflæggelsen kan ses på www.ds-norden.com/public/dokumenter/Kontrolregnskabsaflæggelsen_DK2011.pdf.

Bestyrelsens vederlagskomité har mødtes 3 gange. Medlemmerne er Mogens Hugo (formand), Karsten Knudsen og Arvid Grundekjøn, og deres opgave er at påse udmøntningen af NORDENs vederlagspolitik. Kommissoriet kan ses på hjemmesiden.

Selvevaluering

Bestyrelsen har igen i 2011 evalueret sit arbejde, sammensætning og samspillet med direktionen, og det skete denne gang med bistand fra en uvildig international konsulent. Alle medlemmer af bestyrelsen og koncernledelsen samt bestyrelsens sekretær besvarede skriftligt 67

Bestyrelsens og revisionskomiteens årskalender



spørgsmål, og det blev fulgt op af mundtlige interviews. Konsulenten fremlagde sin rapport for bestyrelsen i december.

Rapporten viste stor tilfredshed med samarbejdet i bestyrelsen og de 2 ledelsesorganers samspil. På enkelte områder er der brug for en præcisering af arbejdsdelingen mellem direktion og bestyrelse, ligesom der vil ske en yderligere formalisering af bestyrelsens overvejelser om *successor planning* for direktionen.

Resultaterne vil også indgå i drøftelserne om den løbende fornyelse, som bestyrelsen planlægger skal ske i bestyrelsen over de kommende år.

Bestyrelsens sammensætning

Bestyrelsen tæller p.t. 8 medlemmer – 5 valgt af aktionærerne og 3 valgt af medarbejderne. På generalforsamlingen i 2011 blev Erling Højsgaard og Karsten Knudsen genvalgt.

For at bestyrelsen dels kan varetage sine ledelsesmæssige og strategiske opgaver og dels være en god sparringspartner for direktionen 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. Ved ændringer i bestyrelsen vil der blive lagt særligt vægt på shippingindsigt og international ledelseserfaring.

Bestyrelsens vederlag

Hvert medlem får et basishonorar, og formand og næstformand får et funktionstillæg. Det indstilles til generalforsamlingen, at det samlede vederlag for 2011 uændret bliver USD 1 mio.

God selskabsledelse

Bestyrelsen har igen drøftet anbefalingerne fra Komiteen for god Selskabsledelse (www.corporategovernance.dk) og forholder sig til anbefalingerne på www.ds-norden.com/public/dokumenter/LovpligtigrededegeforGodselskabsledelseiNORDEN2011DKfor2011.pdf. NORDEN følger langt de fleste anbefalinger,

men har på visse områder valgt en anden og for Rederiet bedre praksis.

- Ifølge en ny anbefaling skal selskaber opsætte konkrete mål for mangfoldighed i ledelsen. NORDEN vil ikke opstille kvoter for køn, nationalitet, alder eller andet, fordi der i hvert tilfælde vil blive foretrukket den kandidat, som har de kompetencer, der kræves til den specifikke funktion. Det vil i sig selv skabe mangfoldighed.
- Ingen aktionærvalgte medlemmer af bestyrelsen har tidligere været ansat i Rederiet, har modtaget vederlag fra Rederiet (bortset fra bestyrelshonorar), har direkte eller indirekte gjort forretning med NORDEN eller har været ansat af Selskabets revisor. Alligevel kan 3 medlemmer (Mogens Hugo, Alison J. F. Riegels og Erling Højsgaard) ifølge anbefalingerne ikke anses for at være uafhængige, da de har siddet i bestyrelsen i mere end 12 år, og 2 af dem er tilknyttet en storaktionær. NORDEN mener, at det er et aktivt at have en grundstamme af medlemmer, som har stor erfaring i at lede en voksende og kompleks forretning i en speciel branche som shipping. Dertil kommer, at der sker en løbende fornyelse, og den proces fortsætter som nævnt.
- Ifølge anbefalingerne skal aktionærvalgte medlemmer være på valg årligt, men i NORDEN afgår hvert år de 2 medlemmer, der har siddet længst. Modellen sikrer kontinuitet.
- Hele bestyrelsen udgør revisionskomiteen, fordi finansielle forhold, risici, regnskabspraksis, revision og regnskabsmæssige skøn er så vigtige emner, at de skal drøftes i hele bestyrelsen. Desuden er bestyrelsen så lille, at emnerne uden problemer kan behandles effektivt. Da hele bestyrelsen udgør revisionskomiteen, er formanden også formand for komiteen, selv om det ikke følger anbefalingerne.
- NORDEN har p.t. ikke en nomineringskomite, som anbefalingerne foreslår. Formanden sørger for en løbende debat herom, og beslutninger træffes i hele bestyrelsen.

- Ifølge anbefalingerne bør der opstilles performancekriterier for direktionens variable vederlag. NORDEN har kriterier for den adm. direktør, men ikke for finansdirektøren på grund af dens særlige funktion.
- Fratrædelsesgodtgørelser til direktionen udgør 1 års gage, men ved fusion/overtagelse etc. gives en ekstra godtgørelse på 2 års gage. Anbefalingerne foreskriver max. 2 års gage.
- NORDEN oplyser samlet vederlag til direktion og bestyrelse, ikke hver enkelt persons vederlag. Det afgørende må være, at aktionærerne kan forholde sig til det samlede vederlag og rimeligheden heri.

Tiltag i 2012

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

På generalforsamlingen foreslås nyvalgt et medlem med den rette kompetenceprofil, baggrund og alder. Yderligere vil fremgå af indkaldelsen. Samtidig foreslås genvalg af Mogens Hugo og Arvid Grundekjøn.

Medarbejderne skal vælge 3 medlemmer til bestyrelsen for en 3-årig periode (før 4 år). Valget ventes at finde sted i slutningen af marts.

Bestyrelsens umiddelbare holdning er, at basishonoraret også i 2012 vil være uændret, men det samlede honorar vil øges, fordi bestyrelsen forventes udvidet med 1 medlem. Bestyrelsen vil sidst på året evaluere honoraret i lyset af arbejdsbyrde, krav, markedsniveau m.v. og fremlægge sin endelige indstilling på generalforsamlingen i 2013.

BESTYRELSEN



1 Mogens Hugo,

Direktør, født 1943, 68 år.

Bestyrelsesmedlem og formand siden 1995. Senest genvalgt i 2010. Valgperiode udløber i 2012*. Andre ledelseshverv: Nordea-Fonden (F), Nordea Bankfonden (F), Capidea Management ApS (F), Aagaard-Bræmer Holding A/S (F), Dan Technologies A/S (F), GN Store Nord Fondet (F), Amminex A/S (BM), Twins ApS (BM), Ejendomsselskabet BROGADE 19 (D) og HUGO INVEST 2 ApS (D). Relevante kompetencer: Erfaring med operationel og strategisk ledelse af flere børsnoterede internationale koncerner, strategiudvikling, finans, risikostyring samt indsigt i shipping.

2 Alison J. F. Riegels,

Direktør, født 1947, 64 år.

Bestyrelsesmedlem og næstformand siden 1985. Senest genvalgt i 2010. Valgperiode udløber i 2012*. 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.

3 Erling Højsgaard,

Direktør, født 1945, 66 år.

Bestyrelsesmedlem siden 1989. Senest genvalgt i 2011. Valgperiode udløber i 2013. Andre ledelseshverv: Continental Shipping ApS (F), Navision Shipping

Company A/S (F), Navision Chartering Co. A/S (F), Dubai Commercial Investment A/S (F), A/S Motortramp (NF), K/S Danskib 46 (BM), A/S Dampskibsselskabet Orients Fond (BM), Marinvest ApS (D), Højsgaards Rederi ApS (D) og Højsgaards Rederi II 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.

4 Karsten Knudsen,

Koncerndirektør, født 1953, 58 år.

Bestyrelsesmedlem siden 2008. Senest genvalgt i 2011. Valgperiode udløber i 2013. Andre ledelseshverv: Nykredit Bank A/S (F), Ejendomsselskabet Kalvebod A/S (F), Nykredit Realkredit A/S (D) og Nykredit Holding A/S (D). Relevante kompetencer: Generel ledelse og strategi, bred finansiel erfaring, som omfatter regnskab, investment banking og styring af finansielle risici, herunder kreditrisici.

5 Arvid Grundekjøn,

Borgmester, direktør, født 1955, 56 år.

Bestyrelsesmedlem siden 2009. Valgperiode udløber i 2012*. Andre ledelseshverv: Norwegian Property ASA (F), Creati Estate AS (F), Sigma Fondene AS (F), Cardid AS (D, F), Agrundco AS (D, F) og Citi Bank (Nordic Advisory BM). Relevante kompetencer: Generel ledelse, strategisk og operationel ledelse af internationale shippingkoncerner, strategi, finansielle forhold og jura.

6 Benn Pymont Johansen,

Kaptajn, født 1974, 37 år.

Bestyrelsesmedlem siden 2008. Valgperiode udløber i 2012. Medarbejdervalgt.

7 Bent Torry Kjæreby Sørensen,

Maskinchef, født 1953, 58 år.

Bestyrelsesmedlem siden 2008. Valgperiode udløber i 2012. Medarbejdervalgt.

8 Lars Enkegaard Biilmann,

Kaptajn, født 1964, 47 år.

Bestyrelsesmedlem siden 2008. Valgperiode udløber i 2012. Medarbejdervalgt.

F: Formand. NF: Næstformand. BM: Bestyrelsesmedlem. D: Direktør. Alder, ledelseshverv og aktiebesiddelse er opgjort pr. 31. december 2011. Tillidshverv er opgjort uden poster i NORDEN koncernen.

* Hvis valgperioden udløber for mere end 2 medlemmer samtidig, afgøres det ved lodtrækning, hvem der først skal på valg året efter.

Bestyrelsens aktier pr. 31.12.2011

Mogens Hugo	11.000
Alison J. F. Riegels	3.100
Erling Højsgaard	45.770
Karsten Knudsen	800
Arvid Grundekjøn	5.000
Benn Pymont Johansen	442
Bent Torry Kjæreby Sørensen	562
Lars Enkegaard Biilmann	562
Total	67.236

Eneste ændring i ejerandelene i 2011 er, at de 3 medarbejdervalgte hver har fået tildelt 122 medarbejderaktier. 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.

LEDERGRUPPEN

Direktionen består uændret af adm. direktør Carsten Mortensen og finansdirektør Michael Tønnes Jørgensen. De 2 direktører udgør koncernledelsen (Executive Management) sammen med Peter Norborg, leder af Tørlastafdelingen, der blev udnævnt til koncerndirektør fra 1. januar 2011.

Koncernledelsen udgør Senior Management sammen med 6 Senior Vice Presidents. Næste ledelseslag er Group Management, som også tæller Rederiets 10 Vice Presidents.

Vederlag og vilkår

Direktionens vederlag er sammensat af en fast løn, en variabel bonus og aktiebaseret vederlag (optioner og medarbejderaktier). Direktionen har sædvanlige goder såsom firmabil, men har ingen pensionsordning. Hvis direktørerne vil deltage i NORDENs pensions- og forsikringsordning, bliver bidrag trukket fra i deres bruttoløn.

Direktionens samlede vederlag (inkl. bonus, optioner og medarbejderaktier) beløb sig i 2011 til USD 3 mio. mod USD 4 mio. året før. Faldet skyldes, at direktionen ikke har fået tildelt bonus. Den faste løn steg til i alt USD 2,0 mio. mod USD 1,7 mio. året før.

Carsten Mortensen har for 2011 haft en bonusaftale, som ville give ham 1% af den del af NORDENs primære driftsindtjening (EBIT), som oversteg 6% af selskabets markedsværdi (uden egne aktier) ved årets start. Dog med et loft på DKK 12,5 mio. Der ville iflg. aftalen blive udbetalt 50% af den optjente bonus, når der forelå en revideret årsrapport for året, og 25% i hvert af de følgende 2 år, forudsat at Carsten Mortensen stadig er ansat i Rederiet.

Aftalen har ikke udløst bonus til Carsten Mortensen for 2011. I 2010 havde Carsten Mortensen en lignende aftale, som medførte bo-

nus på USD 1 mio. Hertil kom, at bestyrelsen i 2010 tildelte Carsten Mortensen en ekstraordinær bonus på USD 0,5 mio. for hans håndtering af finanskrisen.

Michael Tønnes Jørgensen har for 2011 ikke fået bonus, fordi de vanskelige markedsvilkår fordrer løntilbageholdenhed, mens han året før fik tildelt bonus på USD 0,2 mio.

Direktionens aktiebaserede vederlag i 2011 var primært optioner med en værdi på USD 0,7 mio. (USD 0,6 mio. året før). Den teoretiske værdi af optionerne svarede ved tildelingen til 23% af direktionens faste løn, mens grænsen i NORDENs vederlagspolitik er 150%. Værdien af tildelte medarbejderaktier var i 2011 DKK 45.562 for begge direktører.

Fratrædelse og fastholdelse

Fratrædelses- og fastholdelsesvilkårene for direktion og Senior Management er uændrede. De 2 direktørers opsigelsesvarsel over for Selskabet er 6 måneder, mens NORDENs opsigelsesvarsel over for dem er 12 måneder. Hvis direktørerne fratræder som følge af "Change of Control" (fusion, overtagelse etc.), vil de ud over sædvanlig gage i opsigelsesperioden også modtage en særlig fratrædelsesgodtgørelse, som svarer til 24 måneders gage.

4 medlemmer af Senior Management har lignende ordninger, så de ved "Change of Control" udover normal gage i opsigelsesperioden vil få en særlig fratrædelsesgodtgørelse, som svarer til 12 måneders gage.

NORDENs opsigelsesvarslere over for Senior Management (ekskl. direktionen) er 6-12 måneder, mens ledernes opsigelsesvarslere over for Selskabet er 4-6 måneder.

Eventuelle bonusser til udvalgte ledere udbetales typisk over flere gange betinget af fortsat

Tildelte optioner i 2012

CEO Carsten Mortensen	57.376
CFO Michael Tønnes Jørgensen	24.328
EVP Peter Norborg	23.410
Senior Management i øvrigt	68.346
Andre ledere og medarbejdere	176.540

ansættelse og fremtidig indtjening. Egentlige retention-aftaler er indgået for Michael Tønnes Jørgensen og 4 andre ledere, som hver vil få udbetalt en stay-on bonus på USD 0,1 mio., hvis de fortsat er ansat i NORDEN i 2014.

Endelig er direktionen, visse medlemmer af Senior Management og udvalgte Vice Presidents omfattet af konkurrenceklausuler af 12 måneders varighed. Selskabet betaler 50-100% af de pågældendes vederlag i den periode, hvor klausulerne finder anvendelse.

De samlede vilkår for direktion og ledere skal motivere og fastholde NORDENs ledergruppe. Der er ikke sket ændringer i Senior Management eller Group Management i 2011.

Tiltag i 2012

NORDEN har i marts 2012 tildelt direktionen aktieoptioner med en teoretisk værdi på USD 0,4 mio. til Carsten Mortensen og USD 0,2 mio. til Michael Tønnes Jørgensen.

Carsten Mortensen har for 2012 fået en bonusaftale efter samme principper som i 2011, dog måles EBIT i forhold til 4% af Selskabets markedsværdi mod 6% i 2011. Eventuel bonus til Michael Tønnes Jørgensen vil blive fastsat diskretionært af bestyrelsen sidst på året.

Senior Managements ejerandele

	Aktier		Aktieoptioner				
	Pr. 31.12.2011	Ændring i året	Pr. 31.12.2011	Tildelt 2011	Tildelt 2010	Tildelt 2009	Tildelt 2008
Carsten Mortensen	43.202	+12.712	249.241	53.582	57.213	66.006	72.440
Michael Tønnes Jørgensen	542	+446	94.048	26.214	31.831	36.003	-
Peter Norborg	562	+122	95.837	24.730	23.405	26.402	21.300
Lars Bagge Christensen	2.682	+122	88.001	17.167	19.972	23.042	27.820
Lars Lundegaard	562	+122	55.807	11.169	12.857	14.401	17.380
Kristian Wærness	4.062	+1.362	50.872	10.600	11.671	12.961	15.640
Vibeke Schneidermann	562	+122	34.997	8.790	9.986	10.561	5.660
Martin Badsted	1.562	+122	49.244	10.764	11.859	12.721	13.900
Peter Borup	0	-442	67.002	13.453	16.227	18.722	18.600
I alt	52.736	+14.688	785.049	176.469	195.021	220.819	192.740

Senior Management er defineret som anmeldelsespligtige, og iflg. Værdipapirlovens §29 indberetter NORDEN derfor deres og nærtstående transaktioner med Rederiets aktier.



Senior Management

- 1 **Carsten Mortensen**, CEO (adm. direktør). Født 1966. Ansat i NORDEN i 1997. Shippinguddannet, HD i Udenrigshandel og lederuddannet på INSEAD og Wharton Business School. Ledelseshverv: Danmarks Rederiforening (F), International Chamber of Shipping (BM), A/S Dampskibsselskabet Orients Fond (BM) og CAMO Shipping ApS (D).
- 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 **Peter Norborg**, Executive Vice President (koncerndirektør) og chef for Tørlastafdelingen. Født 1966. Ansat i NORDEN i 1998. Shippinguddannet og har desuden en Executive MBA fra IMD. Ledelseshverv: NOR Invest ApS (D)
- 4 **Lars Bagge Christensen**, Senior Vice President og chef for Tankafdelingen. Født 1963. Ansat i NORDEN i 1993. Shippinguddannet samt lederuddannet fra INSEAD og Wharton Business School. Ledelseshverv: Danmarks Rederiforenings Erhvervsudvalg (F), North of England P&I Association (NF) og INTERTANKO Council (BM).

- 5 **Lars Lundegaard**, Senior Vice President og chef for Teknisk Afdeling. Født 1957. Ansat i NORDEN i 2002. Uddannet skibsfører og har desuden en MBA fra Henley. Ledelseshverv: INTERTANKOs tekniske komité (NF), SeaMall ApS (BM) og Danmarks Rederiforenings Forhandlingsudvalg.
- 6 **Kristian Wærness**, Senior Vice President og chef for Økonomi- og Finansafdelingen. Født 1968. Ansat i NORDEN i 2002. Uddannet Cand.merc.aud.
- 7 **Vibeke Schneidermann**, Senior Vice President og leder af HR-afdelingen. Født 1962. Ansat i NORDEN i 2005. HD i Organisation. Ledelseshverv: Danmarks Rederiforenings Shippingudvalg, Danmarks Rederiforenings Understøttelsesfond og Fonden til Søfarendes og Søfartens Vel.
- 8 **Martin Badsted**, Senior Vice President og leder af Corporate Sekretariat og IR. Født 1973. Ansat i NORDEN i 2005. Uddannet Cand.merc. i International Business.
- 9 **Peter Borup**, Senior Vice President og ansvarlig for Tørlastafdelingen i Asien. Født 1968. Ansat i NORDEN i 2002. Shippinguddannet, MBA fra IMD og lederuddannet på Wharton Business School. Ledelseshverv: Rådsmedlem for Singapore Maritime Foundation,

adjungeret professor ved Shanghai Maritime University.

F: Formand. NF: Næstformand. BM: Bestyrelsesmedlem. D: Direktør. Ledelseshverv m.v. er opgjort pr. 31. december 2011 eksklusive poster i selskaber i NORDEN-koncernen.

Vice Presidents

Michael Boetius, leder af NORDENs Post-Panamax Pool og befragtningssektionen i Capesize.

Hans Bøving, leder af Corporate Communications & CSR.

Jens Christensen, souschef i Teknisk Afdeling.

Christian Danmark, økonomichef.

Mikkel Fruergaard, leder af Panamax befragtningssektionen.

Christian Ingerslev, leder af NORDENs Handysize Pool.

Thomas Jarde, leder af befragtningssektionen i Handymax.

Morten Ligaard, leder af Juridisk Afdeling.

Henrik Lykkegaard Madsen, leder af Projects-afdelingen.

Dorte Nielsen, leder af operationssektionen i Tørlast.

Ledende medarbejdere i Norient Product Pool

Søren Huscher, CEO.

Jens Christophersen, Vice President.

AKTIONÆRFORHOLD

Stamdata

Aktiekapital	DKK 43 mio.
Antal aktier	43.000.000 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

Afkast til aktionærerne

Et hovedmål i strategiplanen *Long-term Growth in Challenging Times* er, at NORDEN målt over hele perioden 2011-13 skal sikre aktionærerne et afkast, der er bedre end hos sammenlignelige rederier. Afkastet skabes ved udbytter, tilbagekøb af egne aktier samt kursstigninger. I periodens første år var Total Shareholder Return -31,9% (aktiekurs og dividende), hvilket ikke er tilfredsstillende, men dog væsentlig bedre end det gennemsnitlige afkast på -59,0%, som NORDENs peer univers med 11 sammenlignelige tørlast- og produkttankrederier skabte.

I januar-marts ledte NORDEN DKK 170 mio. ud til aktionærerne ved tilbagekøb af egne aktier efter Safe Harbour-metoden. Rederiet købte 906.800 egne aktier med henblik på at nedsætte aktiekapitalen ved at annullere disse og andre egne aktier. Generalforsamlingen i april vedtog følgelig at annullere 1,6 mio. aktier og nedsætte aktiekapitalen til DKK 43 mio. Nedsættelsen af kapitalen blev gennemført i juni.

Finanskalender for 2012

7. marts	Årsrapport for 2011
11. april	Generalforsamling
13./16. april	Betaling af udbytte
15. maj	Delårsrapport for 1. kvartal 2012
15. august	Delårsrapport for 1. halvår 2012
14. november	Delårsrapport for 3. kvartal 2012

Generalforsamlingen vedtog også et udbytte på DKK 8 pr. aktie og udloddede dermed DKK 337 mio. til aktionærerne (ekskl. egne aktier). Bestyrelsen vurderer løbende, hvordan pengestrømme bedst fordeles mellem Selskab og aktionærer. I den vurdering indgår faktisk og forventet indtjening, likvide beholdninger, markedsudsigter, risici, mulige investeringer samt forpligtelser på og uden for balancen. Det var på den baggrund, at bestyrelsen indstillede den nævnte dividende, som betød, at cirka en fjerdedel af nettoresultatet for 2010 blev udloddet.

Derimod bidrog aktiekursen ikke til aktionærernes afkast i året. Aktien åbnede i DKK 203,5 og sluttede året i DKK 134,5. På trods af kursfaldet på 34% var NORDEN mere robust end sammenlignelige aktier. Tørlastaktierne i Bloomberg DRY-SHIP Index faldt således 40%, og tankaktierne i Bloomberg TANKER Index tabte 53% på grund af dårlige markedsforhold i de fleste shippingsegmenter og den globale økonomiske krise.

Omsætning i aktien

Omsætningen i aktien faldt i forhold til 2010 med 53% til i gennemsnit DKK 22,3 mio. pr. dag. Faldet skyldes dels lavere handel i aktien og dels den faldende aktiekurs. Der blev omsat 129.733 aktier dagligt, og handlen var størst i første kvartal.

NORDEN indgik fra juni til december i OMXC20 indekset over de 20 mest handlede og likvide aktier på NASDAQ OMX

København A/S. Ved den halvårslige revision i december opnåede NORDEN ikke genvalg til OMXC20, men NORDEN indgår fortsat i Nordic Large Cap indekset, der omfatter de største aktier på de nordiske fondsbørser.

Investor Relations

Det er NORDENs mål, at aktiekursen afspejler Selskabets faktiske og forventede evne til at skabe værdier til aktionærerne. Derfor søger Rederiet løbende at give rettidig, præcis og relevant information om strategi, drift, resultater, forventninger, markeder og andre forhold af betydning for bedømmelsen af aktien.

I oktober blev NORDEN tildelt C20 Regnskabsprisen 2011 som det selskab, der er bedst til at beskrive værdiskabelse, langsigtede målsætninger samt driftsmæssige og finansielle risici. Prisen er indstiftet af PwC, men uddeles af en komité af uafhængige eksperter og regnskabslæsere.

I januar 2012 fik NORDEN Den Danske Finansanalytikerforenings Informationspris for anden gang. Finansanalytikerne kalder Rederiet "et foregangseksempel" og noterer bl.a., at "på trods af yderst volatile markedsforhold har NORDEN løbende forbedret sit informationsniveau og offentliggør endda fokus for fremtidige forbedringer i sit regnskab."

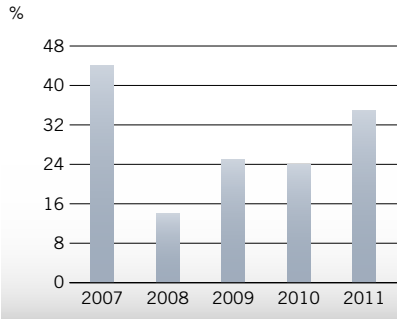
NORDEN tilstræber en åben dialog med sine interessenter inden for rammerne af de børssetiske regler. Der har i årets løb

Total Shareholder Return 3 år (1/1/2009 = 100)

■ NORDEN ■ Peers*



* Gennemsnit af 11 sammenlignelige tørlast- og produkttankrederier

Payout-ratio ekskl. egne aktier

været godt 100 individuelle møder med analytikere og investorer, og dertil kommer indlæg og konferencer samt telekonferencer hvert kvartal. Dækningen af aktien er øget lidt, og NORDEN følges ved årsskiftet af analytikere fra 13 finanshuse. Dækningen er uændret størst i Danmark og Norge, hvor NORDEN har 2/3 af sin aktionærbase.

Indsatsen over for private aktionærer er øget, bl.a. ved at deltage i flere møder og ved at målrette NORDENs magasin og kvartalsfilm yderligere mod denne målgruppe. Alle materialer, meddelelser, rapporter, telekonferencer, præsentationer m.v. kan ses på hjemmesiden, hvor interesserede på www.ds-norden.com/ investor også kan tilmelde sig et nyhedsbrev. Hjemmesiden er i 2011 udbygget og ændret, så det er blevet lettere for aktionærerne at få adgang til information.

I 2011 udsendte Selskabet 35 selskabsmeddelelser, hvoraf 7 vedrørte insiders handling med aktien. Antallet af meddelelser var højere end normalt pga. den ugentlige rapportering af tilbagekøb af egne aktier i januar-marts.

Kapital og aktionærer

Aktiekapitalen blev som nævnt i juni nedsat fra DKK 44,6 mio. til DKK 43 mio. ved annullering af 1.600.000 aktier. Alle aktier er fortsat noteret, og der er ikke sket ændringer i aktiernes rettigheder og om sættelighed.

Antallet af navnenoterede aktionærer faldt i årets løb med ca. 3%, så NORDEN ved årsskiftet havde 17.492 navnenote-

rede aktionærer, som i alt ejede 89,2% af aktiekapitalen (87% året før).

2 aktionærer har anmeldt at eje mere end 5% af selskabets aktier. Det er A/S Motortramp og POLYSHIPPING AS. De 2 aktionærer har ikke i året købt nye aktier, men deres samlede ejerandel blev øget fra 37,7% til 38,9%, da NORDEN nedskrev aktiekapitalen. De 2 aktionærer har indgået en aktionæroverenskomst, som senest blev opdateret i 2010 (se Selskabsmeddelelse nr. 10/2010).

Tredjestørste aktionær er NORDEN med 1.786.078 egne aktier, som især bruges til at afdække optionsprogrammer. Andelen af egne aktier faldt fra 5,7% til 4,2% ved annulleringen af egne aktier.

De øvrige store aktionærer er især investorer fra Danmark, Norge, USA og Storbritannien. Den internationale ejerandel er i årets løb øget fra 30% til 35%, og der var ved årsskiftet 704 navnenoterede aktionærer uden for Danmark.

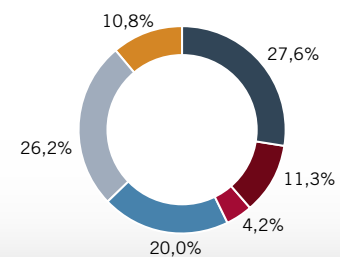
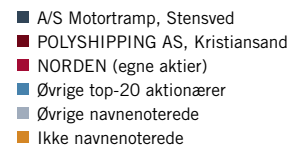
Udover hvad der fremgår af regnskabsnote 5 har NORDEN ikke med aftalepartnere, ledelse og øvrige medarbejdere indgået væsentlige aftaler, som får virkning, ændres eller udløber, hvis kontrollen med Selskabet ændres som følge af et gennemført overtagelsestilbud.

Tiltag i 2012

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at NORDEN for 2011 betaler et ud-

bytte på DKK 4 pr. aktie, svarende til en forventet udlodning på DKK 165 mio. (ekskl. egne aktier). Udbyttet vil give aktionærerne et rimeligt direkte afkast, samtidig med at NORDEN bevarer den finansielle styrke, som er særlig påkrævet i år med udfordrende markedsudsigter. Udbyttet svarer til et udbytteafkast på 3% i forhold til aktiekursen ultimo 2011.

NORDEN vil styrke sine informationskanaler og -aktiviteter, hvor det er passende, bl.a. med en ny hjemmeside til smart phones. Rederiet vil styrke mødeindsatsen i forhold til private aktionærer, og i forhold til analytikere og institutionelle investorer planlægges bl.a. en kapitalmarkedsdag.

Aktionærgruppens sammensætning

Aktionærerne (her på generalforsamlingen) fik DKK 337 mio. i udbytte og DKK 170 mio. ved aktietilbagekøb.

SAMFUNDSFORHOLD

- Klimapåvirkningen fra egne skibe reduceret 9-14% siden 2007
- Øget indsats mod piratangreb
- Whistleblowing og andre tiltag for at øge transparens

NORDENs CSR-rapport med detaljeret beskrivelse af politikker og indsats kan ses på www.ds-norden.com/profile/csr/csrreports/.

Samfundsansvar

NORDEN har også i 2011 fokuseret arbejdet med samfundsansvar (CSR) på områder, der er direkte koblet til forretningen, og hvor NORDEN enten har udfordringer eller muligheder. Den forretningsdrevne CSR-indsats skal styrke Rederiet og være til gavn for samfundet og Rederiets interessenter.

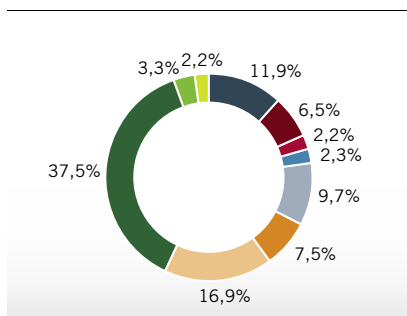
KLIMA OG MILJØ

NORDEN har forstærket klima- og miljøindsatsen. Rederiet ønsker at reducere påvirkningen af klima og miljø, og de høje brændstofpriser og lave fragtrater giver yderligere næring til indsatsen.

NORDEN støtter Danmarks Rederiforenings mål om, at skibsfarten fra 2007 til 2020 skal reducere CO₂-emissionerne fra egne skibe med 25%. Med IMO's Energy Efficiency Operational Indicator

Effekter af NORDENs klimaplan

- Brændstofindsprøjtningssystem (glider)
- CASPER - overvågning af skrog/propeller
- Alpha lubrication - cylindermøresystem
- Analyser til optimering af cylindermøring
- Måling af skrueakseffekt
- Elektrisk dampgenerator
- Avanceret bundmaling
- Rengøring af skrog/propeller
- Tilstandstjek/service af hovedmotor
- Green Steam - trimoptimering



Effekten afhænger af, hvor mange skibe tiltaget er implementeret på.

(EEOI) som målestok har NORDEN siden 2007 mindsket emissionerne fra egne og indbefragtede tørlastskibe med 3% – og med 14% alene for ejede skibe. Forskellen på egne og indbefragtede tørlastskibe skyldes til dels NORDENs klimaplan på egne skibe, ligesom Rederiet på egne skibe har større muligheder for at right-steame. Tankflådens emissioner er siden 2007 reduceret med 14% samlet og 9% for egne skibe. Forskellen skyldes især, at NORDEN ikke udnyttede den fulde lastkapacitet ved 5 ud af 7 rejser med MR tankere i 4. kvartal 2011.

EEOI er emissionen pr. transporteret ton last pr. sejlet sømil for skibe opereret af NORDEN (ekskl. skibe udbefragtet til tredjepart), og EEOI påvirkes dermed ikke af ændringer i flådens størrelse eller lastmængder. Tallene viser, at NORDEN gør fremskridt med den eksisterende flåde, men opfyldelsen af målet for 2020 kan kun sikres af nye og langt mere brændstofeffektive skibe, som endnu ikke er på vandet.

NORDENs klimaplan

Klimaplanen blev iværksat i 2007 for at nedbringe forbruget af brændstof og dermed udledningen af drivhusgasser. Planen vurderes årligt, og der er nu fokus på 10 tiltag, hvoraf det, der bidrager mest, er rensning af propeller (se figuren). Samlet skønnes klimaplanen at have reduceret emissionerne fra egne skibe med 5,4% ved udgangen af 2011. Effekten er beregnet ud fra retningslinjer fra IMO og Intertanko. I absolutte tal steg emissionerne fra egne skibe i 2011 med 42%, mens egenflåden voksede 57%.

Brændstofeffektivitet

I projektet "ECO Vessel of the Future" indsamler NORDEN viden om brændstofeffektive teknologier, systemer, udstyr og designs. Ambitionen er at designe et kommercielt bæredygtigt skib med mindst 25% lavere brændstofforbrug til konkurrencedygtige priser.

Viden fra projektet er anvendt ved kontraheringen af 4 MR produkttankskibe fra det koreanske værft STX til levering i 2013. Ud over ændringer af motor og propeller bliver der på skibene installeret systemer og udstyr, som samlet ventes at reducere brændstofforbruget med 15-18% i forhold til standarddesigns. Det ventes at udmønte sig i daglige besparelser på ca. USD 3.000 (ved brændstofpriserne 30.12.2011).

NORDEN har også optimeret hovedmotor og propeller på 2 Handysize skibe, hvor sea trials indikerer en brændstofbesparelse på 12-13% oven i de 5%, som klimaplanens standardtiltag giver på nybygninger. Ved nye langtidssindbefragtninger er brændstofeffektivitet også i fokus, således på de 4 nye Panamax skibe, som NORDEN først på året indgik aftaler om.

Right-steaming

Ved den daglige operation af skibene har der i lyset af de lave rater været udtalt fokus på at nedbringe forbruget af brændstof ved effektiv ruteplanlægning og tæt opfølgning af skibenes fart og forbrug. I Norient Product Pool har systemet MOEPS hjulpet til at sænke skibenes forbrug af brændstof, og Tørlastafdelingen har også anvendt en version af MOEPS til at overvåge fart og forbrug.

Reduktion af svovl

Et andet indsatsområde er at reducere svovlen i bunkers på skibe opereret af NORDEN og Norient Product Pool. Indholdet blev i 2011 reduceret fra 2,09% til 2,06% (simpelt gennemsnit), men på grund af mere trafik i områder, hvor bunkers med lavt svovlindhold er svært tilgængeligt, nåede NORDEN ikke målet på 2,0%. I 2012 er målet 1,95%.

Fra januar 2012 har IMO globalt nedsat grænseværdierne for svovlindhold fra 4,5% til 3,5%, og det påvirker ikke NORDEN. I august 2012 bliver USA og Canada Emission Control Areas med grænse-

værdier på 1,0%, og det kan kortvarigt forhøje brændstofpriserne, indtil brændstof med lavt svovlindhold bliver mere udbredt i Nordamerikas havne. I 2015 sænker Nordamerika og andre Emission Control Areas yderligere grænsen til 0,1%, og effekten heraf vil afhænge af, hvor udbredt destillater bliver, og hvad prisen bliver.

Ballastvand

NORDEN følger nøje arbejdet med FN's konvention om ballastvand, som potentielt kan påføre alle rederier merudgifter. Effekten vil bl.a. afhænge af, hvornår konventionen ratificeres og træder i kraft og af den teknologiske udvikling på området, herunder prisudviklingen ved masseproduktion af anlæg.

Forhold på land

Selvom det miljømæssige aftryk på land er beskedent, er der også i 2011 sat ind for at reducere energiforbruget og indføre genbrugelige materialer. NORDEN har indgået et partnerskab med den danske energikoncern DONG Energy, som bl.a. i 2012 vil give Rederiets hovedsæde et energieforsyn.

MARITIM SIKKERHED

I flåden skal høj standarder for sikkerhed og kvalitet samt løbende optimeringer af systemer og processer minimere og helst eliminere risikoen for hændelser, der kan påvirke besætninger eller miljø. Det er f.eks. personskader, grundstødning, forlis og udslip. Desuden er høj kvalitet specielt i Tank en vigtig parameter for NORDEN, fordi olieselskaberne konstant øger deres krav til rederiernes tekniske forhold, sikkerhed, kvalitet, vedligehold, systemer og medarbejdernes kvalifikationer.

Et af Rederiets skibe var i 2011 involveret i et uheld, som havde en mindre effekt på det ydre miljø. Under påfyldning af bunkers på produkttankskibet NORD GOODWILL i amerikansk havn blev der spildt 4-8 liter bunker i vandet. Bunkerleverandøren rensede udslippet op til havnemyndighedernes tilfredshed. Bortset fra den ene hændelse var udviklingen god, idet antallet af hændelser uden miljøpåvirkning faldt 34%.

Vetting-inspektioner

NORDEN har også i 2011 allokeret mange ressourcer i forbindelse med de inspektioner (vettings), som olieselskaber-

ne foretager af Rederiets skibe. NORDENS indsats skal sikre en høj, dokumenteret kvalitet på skibene og et begrænset antal anmærkninger ved hver inspektion. Målet for året var, at olieselskaberne kunne godkende alle skibe, og det mål blev nået. Derimod lykkedes det ikke at komme ned på i snit 4 anmærkninger pr. inspektion, idet scoren blev 4,76, hvilket til dels skyldes væksten i flåden og dermed et større antal nyansatte søfolk, som skal lære NORDENS systemer at kende. NORDEN ligger dog stadig vel under branchens gennemsnit på 5,96 anmærkninger pr. inspektion (kilde: Tanker Safety Forum 2011).

Port State Control (PSC)

Rederiets skibe blev i 2011 inspiceret 71 gange af havnemyndigheder ved Port State Controls. En gang førte inspektionen til, at et skib kortvarigt blev tilbageholdt. Det var NORD DORADO, hvor den første inspektion efter levering fra værft viste et problem med nødgeneratoren. Problemet blev udbedret, og skibet blev frigivet efter 2 dage. På baggrund af sagen indførte NORDEN faste ugentlige og månedlige tests af nødgeneratorene i flåden. Antallet af observationer pr. inspektion pr. skib lå i snit på 0,9.

Forebyggelse

Centralt i forebyggelsen af ulykker og skader står rapportering af near-misses – hændelser, der kunne være gået galt. Hændelserne evalueres løbende på hvert skib, og hele flåden gøres bekendt med mere principielle sager. Desuden analyserer Q&A sektionen i Teknisk Afdeling rapporterne for at beslutte, hvor der særligt skal sættes ind for at undgå ulykker og skader. Målet er at få flest mulige rapporter, fordi det er en god indikator for

Vetting – Anmærkninger pr. skib



medarbejdernes interesse for forebyggelse, og efter en større sikkerhedskampagne lykkedes det at få 1,6 rapport pr. skib pr. uge. Det var vel over målet på 1 rapport pr. skib pr. uge.

Arbejdsulykker

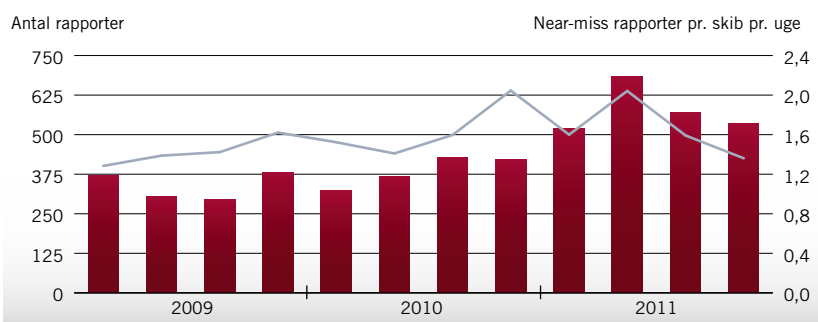
Lost Time Injury Frequency Rate (LTI-frekvens) steg svagt fra 0,9 til 1,2, som fortsat er under branchens gennemsnit på 1,65 (kilde: Tanker Safety Forum 2011). LTI-frekvensen er arbejdsrelaterede hændelser pr. million mandetimer, der har medført sygefravær fra jobbet i mere end et døgn. Der var heller ikke i 2011 alvorlige arbejdsulykker på NORDENS skibe, og TRCF (Total Recordable Case Frequency) over hændelser, som har krævet medicinsk behandling, blev mere end halveret til 2,23 hændelser pr. 1 million arbejdstimer. På land var der ingen arbejdsulykker.

PIRATERI

Pirater er fortsat et stort problem for søfarten og den internationale handel. Ganske vist er antallet af kapringer ifølge International Maritime Bureau i 2011 næsten blevet halveret i Adenbugten, Rødehavet, Det Arabiske Hav og Det Indiske Ocean,

Near-miss-rapporteringer

■ Antal rapporter ■ Near-miss rapporter pr. skib pr. uge



men antallet af angreb fra somaliske pirater er på et uændret højt niveau. Og samtidig vokser piratproblemet i Guinea Golfen ved Nigeria, Benin og Togo i Vestafrika.

Det lavere antal kapringer af somaliske pirater ud for Afrikas Horn kan formentlig tilskrives de internationale flådestyrker i området og mange rederiers beslutning om at tage bevæbnede vagter ombord. Også NORDEN er i 2011 begyndt at bruge bevæbnede vagter ved transit af risikozoner. Det sker efter en vurdering af risikoen ved hver enkelt rejse.

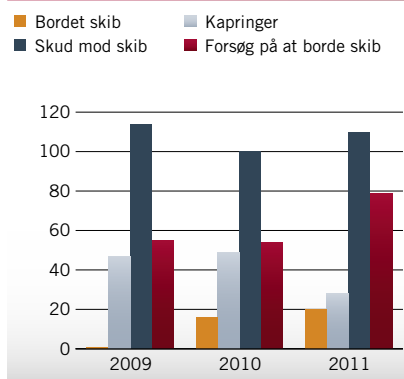
Styrket indsats

NORDEN har også på andre områder styrket indsatsen for at beskytte besætninger, laster og skibe. Der er indført nye sikkerhedsforanstaltninger, og beredskabet på alle skibe, der går gennem Adenbugten og Det Indiske Ocean, er hævet til Best Management Practice 4 (BMP4) standarden. På visse områder går NORDEN længere end standarden. Desuden har NORDEN indført BMP4 på skibe, der går ind i Guinea Golfen. Generelt overvåges truede områder, og risikozoner besejles efter en case-by-case analyse.

Stigende udgifter

Udgifterne til piratbekæmpelse på NORDENs egne skibe i Adenbugten og Det Indiske Ocean skønnes i 2011 at andrage ca. USD 7 mio. Beløbet dækker installationer på skibe, risikotillæg til søfolk, eksterne risikovurderinger, sikkerhedsvagter samt ekstra brændstofforbrug ved enten at sejle for fuld kraft i risikozoner eller ved at omlægge ruter. Beløbet dækker ikke forsikringspræmier, afledte ud-

Faktiske og forsøgte angreb fra somaliske pirater



Data er baseret på ICC International Maritime Bureau's rapport fra 2011 om "Piracy and armed robbery against ships". Data dækker følgende områder: Somalia, Adenbugten, Det Røde Hav, Det Arabiske Hav og Det Indiske Ocean.

Bordet skib = bordet, men ikke kapret.

gifter i Teknisk Afdeling på land samt udgifter på indbefragtede skibe.

Udgiften for NORDEN er dog mindre, fordi det normalt ved nye kontrakter og nye rejser er muligt at få befragteren (kunden) til at dække de omkostninger, der kan henføres til den enkelte rejse, herunder vagter og ekstra forsikring. Tidligere betalte kunder et ratetillæg til rederier, der sejlede i risikozoner. Efter det generelt er blevet acceptabelt at have bevæbnede vagter ombord, er denne præmie snævrede meget ind.

Ingen af NORDENs skibe har i 2011 været udsat for egentlige angreb, men i 2 tilfælde blev skibe forfulgt af formodede pirater, der dog gav op. Modsat hvad der gør sig gældende for de Singapore-flagede skibe, så har myndighedernes godkendelse af vagter på Rederiets dansk-flagede skibe i 2011 været temmelig omstændelig, men den danske regering vil i 2012 smidiggøre processen.

SANKTIONER

Danmark, EU og i visse tilfælde også FN har i 2011 vedtaget eller udvidet sanktioner mod regimer i udvalgte lande. Det har haft en vis effekt på NORDENs forretning. Eksempelvis var NORDEN i Elfenbenskysten kortvarigt ude af stand til at opfylde en stor lastekontrakt på grund af EU-sanktioner, der lukkede havnene, men da sanktionerne blev hævet i april, kunne NORDEN genoptage sejladsen under kontrakten. I Libyen havde NORDEN under sanktionerne mod Gadaffis regime et antal sejladsen til havne kontrolleret af Overgangsrådet. Sejladserne skete ifølge FN's resolutioner og under NATO overvågning.

NORDEN opfatter sig selv som gæst i de ca. 100 lande, Rederiet opererer i. NORDEN driver ikke udenrigspolitik, men følger lovgivning fra Danmark, EU og FN. Desuden er der fra tid til anden dialog med investorer og NGO'er om områder, der på anden måde er i søgelyset.

COMMUNITY AKTIVITETER

NORDEN har fortsat sponseringen af Shanghai Maritime University (Kina), Holy Cross of Davao College (Filippinerne) og Nanyang Technological University (Singapore). Samarbejdet skal dels fremme vidensdeling, dels øge kendskabet til

NORDEN, så det er nemmere at rekruttere trainees og kadetter fra institutionerne.

Desuden valgte NORDEN at støtte genopbygningen efter tsunamien i Japan på grund af de særlige bånd til Japan.

TRANSPARENS

NORDEN ønsker at være så åben, som det er muligt uden at skade forhold til kunder, sikkerhed eller forretningshemmeligheder. Eksempler på det løbende arbejde med transparens er den finansielle rapportering, rapporteringen til UN Global Compact og rapporteringen til Carbon Disclosure Project, hvor NORDEN igen i 2011 var den bedste transportvirksomhed i de nordiske lande og på ny indgik i Carbon Disclosure Leadership. Desuden har NORDEN i 2011 taget andre initiativer for at øge transparensen.

Whistleblowing

Whistleblower-ordningen SafeLine blev indført i september og giver alle ansatte adgang til at rapportere eventuelle overtrædelser af love, regulativer, NORDENs politikker og andre uregelmæssigheder. En uvildig, ekstern undersøger (en advokat) undersøger indberetningerne og rapporterer til NORDENs bestyrelse. Der er ikke i 2011 indkommet rapporter til SafeLine.

Code of Conduct

NORDEN er også i gang med at formalisere en Code of Conduct, som vil samle Rederiets syn på forretningsetik på basis af gældende politikker og retningslinjer.

Anti-korruption

NORDEN deltager i netværket Maritime Anti-Corruption Network (MACN) sammen med rederier fra 6 lande. NORDEN har en nultolerancepolitik overfor bestikkelse forstået som en handling, hvis formål er at opnå uretmæssige fordele. Derimod møder NORDEN og andre rederier fra tid til anden ønsker om facilitation payments – små erkendtligheder i forbindelse med de services, som Rederiet har ret til eller krav på. NORDEN vil gerne eliminere facilitation payments, men et enkelt rederi kan ikke afskaffe noget, der i visse lande er skik og brug. Derfor er åbne drøftelser i kollegiale fora så vigtige.

CSR-strategi

NORDEN vil i 2012 arbejde videre med en ny CSR-strategi og en detaljeret handlingsplan.

REGNSKABSBERETNING

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

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

Der henvises i øvrigt til regnskabsnote 1 "Væsentlig anvendt regnskabspraksis".

ÅRETS RESULTAT OG EGENKAPITAL

Koncernens EBIT blev USD 104 mio. (USD 223 mio.) i 2011, inklusive avancer fra salg af skibe på USD 0 mio. (USD 28 mio.). Resultatet var bedre end de senest udmeldte forventninger til EBIT, som var USD 80-100 mio.

Resultatet efter skat blev USD 88 mio. (USD 245 mio.), inklusive en negativ dagsværdiregulering på USD 15 mio. (positiv: USD 31 mio.). Resultatet giver en indtjening pr. aktie (EPS) på USD 2,1 (USD 5,8).

Egenkapitalen faldt til USD 1.994 mio. (USD 1.998 mio.). Faldet sammensætter sig som følger:

Egenkapitalens udvikling, USD mio.	
Egenkapital pr. 1. januar 2011	1.998
Årets resultat	88
Nedskrivning ved køb/salg af egne aktier, netto	-32
Betalt udbytte	-64
Aktiebaseret vederlag	4
Egenkapital pr. 31. december 2011	1.994

Det betalte udbytte udgjorde DKK 8 pr. aktie svarende til i alt DKK 337 mio., eksklusive egne aktier.

Væsentlige regnskabsmæssige valg

Skibe, som er indchartret af NORDEN, men hvor risici og fordele forbundet med ejendomsretten baseret på en helhedsvurdering af hver enkelt leasingaftale ikke er overført til koncernen, behandles som operationel leasing og indregnes lineært i resultatopgørelsen over leasingperioden. Jf. regnskabsnote 21 havde koncernen pr. 31. december 2011 operationelle leasingforpligtelser (ikke-diskonteret) på USD 2.007 mio. (USD 2.246 mio.), som skal indregnes i resultatopgørelsen i 2012-22.

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

Koncernens skibe er optaget i balancen til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger.

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.

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

Væsentlige regnskabsmæssige skøn

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. For en nærmere specifikation af tilgodehavender se regnskabsnote 13.

Omsætning

NORDENs omsætning (fragtindtægter) steg i 2011 4% til USD 2.273 mio., hvilket skyldes stigende aktivitet i form af 19% flere skibsdage.

Tørlast

Aktiviteten i Tørlast i form af skibsdage var 19% højere i 2011. Fragtindtægterne blev på USD 1.936 mio. (USD 1.946 mio.), svarende til et fald på under 1%.

Resultat af primær drift (EBIT) blev USD 127 mio. (USD 260 mio.), hvori der ikke indgik skibsavancer (USD 28 mio.). På grund af stor tilgang af egne skibe til Tørlastflåden er afskrivningerne øget væsentligt til USD 45 mio. (USD 22 mio.)

Tank

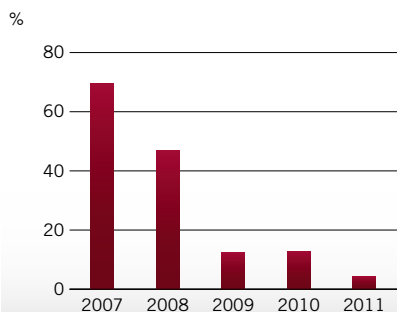
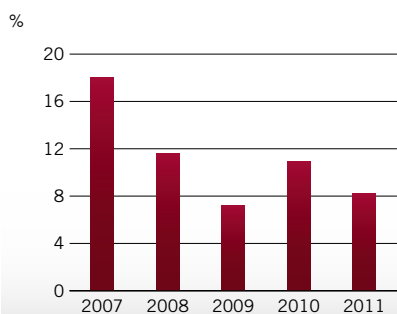
Aktiviteten i Tank i form af skibsdage steg 20% i forhold til sidste år. Fragtindtægterne blev USD 336 mio. (USD 243 mio.), og stigningen på 38% kan især tilskrives højere aktivitet.

Resultat af primær drift (EBIT) blev USD -8 mio. (USD -25 mio.). Afskrivningerne er øget fra USD 25 mio. til USD 33 mio.

Finansielle poster

De finansielle indtægter udgjorde USD 10 mio. (USD 6 mio.) og vedrørte primært renteindtægter på likvide bankindeståender samt valutakursgevinster primært vedrørende likvide beholdninger i DKK.

Finansielle omkostninger udgjorde USD 6 mio. (USD 9 mio.) og vedrører renter og øvrige omkostninger på lån. Faldet i de finansielle omkostninger skyldes, at der sidste år var valutakurstab netto på USD 6 mio., som ikke er der i 2011.

Egenkapitalforrentning**EBITDA****Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter**

Dagsværdiregulering af afledte finansielle instrumenter, som ikke opfyldte de regnskabsmæssige kriterier for behandling som sikringsinstrumenter i henhold til IFRS, udgjorde en omkostning på USD 15 mio. (indtægt: USD 31 mio.), hvoraf USD -1 mio. vedrørte bunkerhedgingkontrakter og USD -14 mio. vedrørte Forward Freight Agreements (FFA'er).

Nettoomkostningen på USD 15 mio. er sammensat af reklassificeringer på USD -88 mio. og værdireguleringer på urealiserede kontrakter på USD 73 mio. Reklassificeringerne dækker over værdireguleringer fra tidligere perioder på de kontrakter, der er realiseret i 2011. Som følge af stigende bunkerpriser og faldende fragtrater havde Rederiet indregnet USD 88 mio. i urealiserede gevinster på disse kontrakter. Efterhånden som kontrakterne er realiseret, er disse gevinster reklassificeret (som en indtægt) til drifts-

posterne. Herved opnåes den tilsigtede afdækning af de stigende omkostninger på periodens fysiske bunkerindkøb samt af de faldende fragttindtægter på den fysiske skibskapacitet. Reklassificeringen fordeler sig med USD 40 mio. vedrørende bunkerkontrakter og USD 48 mio. vedrørende fragttindtægter.

Værdireguleringer på USD 9 mio. på de urealiserede kontrakter vedrører afdækning af bunkerpriser og fragtrater i perioden 2012-18. For en nærmere specifikation se regnskabsnote 6.

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 indkomst, herunder nettofinansindtægter. Skat af årets resultat andrager USD 6 mio. (USD 6 mio.).

OPGØRELSE AF DEN FINANSIELLE STILLING**Aktiver**

Rederiets samlede aktiver udgjorde pr. 31. december 2011 USD 2.350 mio. (USD 2.250 mio.) svarende til en stigning på 4%. Stigningen skyldes en kombination af tilgang af materielle aktiver i form af skibe og nybygninger, som er øget med ca. 21%, samt stigende fragttilgodehavender og beholdninger, mens de rentebærende aktiver er faldet 34%.

Skibe

Koncernen ejede 44 skibe ved udgangen af 2011, hvilket er en stigning på 16 skibe i forhold til sidste år. Tilgangen sammensætter sig af 3 tankskibe og 13 tørlastskibe inklusive 1 skib i joint venture. Antallet af nybygninger er reduceret fra 23 til 11 som følge af en kombination af leveringer til flåden samt nykontrahering af 4 tankskibe.

Nedskrivningstest

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 2011 i alt USD 1.523 mio., hvilket var USD 211 mio. under de regnskabsmæssige værdier. De pengestrømsgenererende enheder (CGU'er) Tørlast og Tank var henholdsvis USD 175 mio. og USD 36 mio. under de regnskabsmæssige værdier.

Der er derfor foretaget nedskrivningstest for begge CGU'er. Nedskrivningstesten sker ved at sammenholde "genindvindingsværdien" ved fortsat beskæftigelse af de 2 CGU'ers flåde, opgjort som nutidsværdien af de samlede forventede pengestrømme i skibenes restlevetid, inklusive indgåede COA'er, T/C-afdækning og estimerede rater for ikke-afdækket kapacitet.

Som en del af grundlaget for at vurdere de langsigtede værdier er der foretaget et estimat af kapitalværdien ved fortsat brug "value in use" for de 2 CGU'er ved anvendelse af henholdsvis 10-årige og 20-årige historiske gennemsnitsrater.

De regnskabsmæssige værdier for henholdsvis Tørlast og Tank, eksklusive joint ventures og aktiver bestemt for salg, er USD 1.076 mio. og USD 657 mio. Ved anvendelse af 10 års gennemsnitsrater for de ikke-afdækkede dage og en diskonteringsfaktor på 8% overstiger "value in use" de regnskabsmæssige værdier for Tørlast og Tank (CGU'er) med henholdsvis USD 1.100 mio. og USD 135 mio.

En tilsvarende beregning ved anvendelse af 20-års gennemsnitsrater medfører, at "value in use" giver en merværdi for Tørlast på USD 189 mio. og en merværdi for Tank på USD 21 mio.

Det kortsigtede tørlastmarked er påvirket af et stort antal leveringer til den globale flåde i 2012 samt en vis afmatning i verdensøkonomien. På længere sigt forventes tørlastmarkedet at blive bedre som følge af øget skrotning af gamle skibe samt stigende efterspørgsel, bl.a. som følge af en bedring af verdensøkonomien.

Det langsigtede tankmarked forventes at udvikle sig positivt i forhold til de nuværende meget lave niveauer, og raternes forventes at blive bedre end de 20-årige gennemsnitsrater. Ordrebogen er relativt lille, og efterspørgslen forventes at stige, dels som følge af stigende forbrug, dels som følge af længere transportafstande, fordi nye raffineringsanlæg typisk etableres steder, som ligger længere væk fra landene med det største olieforbrug.

Ledelsen vurderer på denne baggrund, at "value in use", baseret på de langsigtede forventede rater i såvel Tørlast- som Tankflåden, som minimum matcher de regnskabsmæssige værdier og finder derfor ikke anledning til at foretage nedskrivninger.

Finansielle aktiver

Finansielle aktiver, som består af kapitalandele i joint ventures, udgør USD 21 mio. (USD 35 mio.). Faldet skyldes udlodning af likviditet fra 3 joint ventures i forbindelse med afviklingen af disse.

Beholdninger

Koncernens beholdninger, der dækker bunkerbeholdninger om bord på egne skibe, blev næsten fordoblet til USD 89 mio. (USD 46 mio.). Den kraftige stigning skyldes en kombination af, at Rederiets egenflåde steg fra 28 til 44 enheder, samtidig med at bunkerprisen steg kraftigt.

Fragttilgodehavender og leverandørgæld

Det samlede finansieringsbidrag fra fragttilgodehavender og leverandørgæld

steg med USD 18 mio. Ændringen sammensætter sig af en stigning i fragttilgodehavender på USD 28 mio. og en stigning i leverandørgæld på USD 46 mio.

Koncernens fragttilgodehavender steg til USD 111 mio. (USD 83 mio.), hvilket primært skyldes ændrede betalingsmønstre, idet kunder i stigende omfang tilbageholder likviditet til dækning af NORDENs betaling for bunkersbeholdning ved kundernes tilbagelevering af timecharterskibe. Dette skal ses på baggrund af de stigende oliepriser kombineret med lave fragtrater. Stigningen i koncernens leverandørgæld skyldes samme ændring i betalingsmønstrene blot med modsat fortegn, hvilket vil sige, at det er penge, NORDEN holder tilbage som sikkerhed for salg af bunkers ved tilbagelevering af timecharterskibe. Hertil kommer, at gælden til bunkersleverandører er steget som følge af stigende bunkerskøb til den voksende flåde.

Der er usikkerhed forbundet med fragttilgodehavender på i alt USD 5 mio. (USD 9 mio.), og der er derfor nedskrevet USD 4 mio. herpå. Såvel tilgodehavender forbundet med usikkerhed samt nedskrivningen er således reduceret i 2011.

Værdipapirer

Stigningen i beholdningen af værdipapirer fra USD 38 mio. til USD 71 mio. er en konsekvens af, at NORDEN som led i optimering af afkastet på likviditeten til lav risiko har købt danske realkreditobligationer med en løbetid på op til 6 måneder.

PENGESTRØMME

Koncernens likvide beholdninger viser den samlede likviditet pr. 31. december 2011. Alle likvide beholdninger er til rådighed inden for 3 måneder.

Koncernens likvide beholdninger faldt i 2011 med USD 239 mio. til USD 336 mio. De likvide beholdninger består primært af bankindsud i USD og DKK.

Driftsaktiviteterne bidrog med USD 120 mio. (USD 298 mio.). Faldet er primært forårsaget af lavere indtjening, men også påvirket af øget pengebinding i bunkerbeholdninger og højere fragttilgodehavender.

I 2011 blev der investeret USD 358 mio. (USD 663 mio.) i skibe og nybygninger m.v., og provenuet ved salg af skibe blev USD 28 mio. (USD 296 mio.). Pengestrømmene fra investeringsaktiviteterne beløb sig netto til i alt USD -355 mio. (USD -380 mio.).

Pengestrømmene fra finansieringsaktiviteterne androg USD 18 mio. (USD -65 mio.) og omfattede udbytte til aktionærerne på USD -64 mio., køb af egne aktier på USD -32 mio., afdrag på gæld USD -48 mio. samt optagelse af skibsfinansiering på USD 162 mio.

PÅTEGNINGER

Ledelsespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2011 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 oplys-

ningskrav for børsnoterede selskaber. Ledelsesberetningen udarbejdes ligeledes efter danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.

Koncernregnskabet og årsregnskabet for moderselskabet giver efter vores opfattelse et retvisende billede af koncernens og moderselskabets finansielle stilling pr. 31. december 2011 samt af resultatet af koncernens og moderselskabets aktiviteter og koncernens pengestrømme for regnskabsåret 2011.

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.

København, 7. marts 2012

Direktion

Carsten Mortensen
Adm. direktør

Michael Tønnes Jørgensen
Finansdirektør

Bestyrelse

Mogens Hugo
Bestyrelsesformand

Alison J. F. Riegels
Næstformand

Erling Højsgaard

Karsten Knudsen

Arvid Grundekjøn

Benn Pymont Johansen

Bent Torry Kjæreby Sørensen

Lars Enkegaard Biilmann

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 2011. 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 koncern-

regnskab 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 2011 samt af resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2011 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 2011 samt af resultatet af selskabets aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2011 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, 7. marts 2012

PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Jens Otto Damgaard
Statsaut. revisor

Bo Schou-Jacobsen
Statsaut. revisor

RESULTATOPGØRELSE

1. JANUAR – 31. DECEMBER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
3	Omsætning	2.272.819	2.189.606
3	Andre driftsindtægter, netto	5.213	3.456
	Driftsomkostninger skibe	-2.006.357	-1.884.085
4	Andre eksterne omkostninger	-16.215	-12.975
5	Personaleomkostninger	-69.014	-56.442
	Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	186.446	239.560
	Salgsavancer skibe m.v.	-242	28.148
11	Afskrivninger	-81.185	-49.537
12	Resultatandele af joint ventures	-530	4.372
	Resultat af primær drift (EBIT)	104.489	222.543
6	Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	-14.897	30.771
7	Finansielle indtægter	9.504	6.328
8	Finansielle omkostninger	-5.762	-8.867
	Resultat før skat	93.334	250.775
9	Årets skat	-5.541	-5.973
	ÅRETS RESULTAT	87.793	244.802
	Fordeles således:		
	Aktionærerne i NORDEN	87.795	244.804
	Minoritetsinteresser	-2	-2
		87.793	244.802
10	Indtjening pr. aktie (EPS), USD		
	Indtjening pr. aktie	2,13	5,83
	Udvandet indtjening pr. aktie	2,13	5,82

OPGØRELSE AF TOTALINDKOMST

1. JANUAR – 31. DECEMBER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
	Årets resultat, efter skat	87.793	244.802
17	Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-12.026	4.339
17	Dagsværdiregulering af værdipapirer	11.720	429
	I alt	-306	4.768
	Årets samlede totalindkomst, efter skat	87.487	249.570
	Fordeles således:		
	Aktionærerne i NORDEN	87.489	249.572
	Minoritetsinteresser	-2	-2
		87.487	249.570

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

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
11	Ejendom og driftsmidler	55.937	55.626
11	Skibe	1.387.189	880.330
11	Forudbetalinger på skibe og nybygninger	170.025	401.884
	Materielle aktiver	1.613.151	1.337.840
12	Kapitalandele i joint ventures	21.275	35.225
	Finansielle aktiver	21.275	35.225
	Langfristede aktiver	1.634.426	1.373.065
	Beholdninger	89.280	45.861
13	Fragttilgodehavender	110.886	82.567
13	Tilgodehavender hos joint ventures	6.317	726
	Selskabsskat	63	1.416
13	Andre tilgodehavender	54.136	44.722
	Periodeafgrænsningsposter	47.955	54.026
14	Værdipapirer	71.324	38.150
15	Likvide beholdninger	335.868	574.571
		715.829	842.039
16	Materielle aktiver bestemt for salg	0	35.377
	Kortfristede aktiver	715.829	877.416
	AKTIVER	2.350.255	2.250.481

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

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
	Aktiekapital	6.833	7.087
17	Reserver	6.698	7.004
	Overført resultat	1.980.822	1.983.894
	Egenkapital (NORDENs aktionærer)	1.994.353	1.997.985
	Minoritetsinteresser	66	68
18	Egenkapital	1.994.419	1.998.053
19	Bankgæld	135.017	14.666
	Langfristede forpligtelser	135.017	14.666
19	Bankgæld	30.043	43.757
	Leverandører af varer og tjenesteydelser	135.672	90.068
	Gæld til joint ventures	0	35.896
	Anden gæld	36.172	29.189
	Periodeafgrænsningsposter	18.932	31.528
		220.819	230.438
20	Forpligtelser relateret til materielle aktiver bestemt for salg	0	7.324
	Kortfristede forpligtelser	220.819	237.762
	Forpligtelser	355.836	252.428
	PASSIVER	2.350.255	2.250.481

OPGØRELSE AF PENGESTRØMME

1. JANUAR – 31. DECEMBER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
	Resultat af primær drift (EBIT)	104.489	222.543
11	Tilbageførte afskrivninger	81.185	49.537
	Tilbageførte salgsvancer skibe m.v.	242	-28.148
12	Tilbageførte resultatandele af joint ventures	530	-4.372
	Øvrige reguleringer	4.141	3.741
29	Ændring i driftskapital	-63.639	73.982
	Finansielle indbetalinger	10.131	7.245
	Finansielle udbetalinger	-12.768	-17.687
	Betalt selskabsskat, netto	-4.188	-8.453
	Pengestrømme fra driftsaktivitet	120.123	298.388
11/16	Investeringer i skibe og skibe bestemt for salg	-59.960	-395.675
11	Investeringer i øvrige materielle aktiver	-4.367	-2.982
11	Tilgang i forudbetalinger på nybygninger	-293.354	-264.343
	Ændring i tilgang i modtagne forudbetalinger på solgte skibe	-7.324	-31.101
	Heraf ændring i deponering af bundne likvider	0	8.300
	Provenu ved salg af skibe og nybygninger	35.095	318.882
	Provenu ved salg af øvrige materielle aktiver	114	39
	Køb af værdipapirer	-35.010	-14.207
	Salg af værdipapirer	9.595	970
	Pengestrømme fra investeringsaktivitet	-355.211	-380.117
30	Udbytte til aktionærer (eksklusiv udbytte af egne aktier)	-63.706	-52.705
18	Køb af egne aktier	-31.556	-7.566
	Nettoudlodning til aktionærer	-95.262	-60.271
	Optagelse af langfristet gæld	161.738	0
	Afdrag på/indfrielse af langfristet gæld	-48.095	-5.187
	Lånefinansiering	113.643	-5.187
	Pengestrømme fra finansieringsaktivitet	18.381	-65.458
	Årets likviditetsændring	-216.707	-147.187
	Likvide beholdninger 1. januar, ej bundne	574.571	702.584
	Valutakursreguleringer	-21.996	19.174
	Årets likviditetsændring	-216.707	-147.187
15	Likvide beholdninger 31. december, ej bundne	335.868	574.571

EGENKAPITALOPGØRELSE

Note Beløb i USD 1.000

	Aktionærerne i NORDEN				Minoritets- interesser	I alt
	Aktiekapital	Reserver	Overført resultat	I alt		
Egenkapital 1. januar 2011	7.087	7.004	1.983.894	1.997.985	68	1.998.053
Årets samlede totalindkomst	-	-306	87.795	87.489	-2	87.487
18 Køb af egne aktier	-	-	-31.556	-31.556	-	-31.556
Kapitalnedsættelse	-254	-	254	0	-	0
30 Udloppet udbytte	-	-	-68.946	-68.946	-	-68.946
Udbytte egne aktier	-	-	5.240	5.240	-	5.240
27 Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	4.141	4.141	-	4.141
Egenkapitalbevægelser	-254	-306	-3.072	-3.632	-2	-3.634
Egenkapital 31. december 2011	6.833	6.698	1.980.822	1.994.353	66	1.994.419

	Aktionærerne i NORDEN				Minoritets- interesser	I alt
	Aktiekapital	Reserver	Overført resultat	I alt		
Egenkapital 1. januar 2010	7.087	2.236	1.795.620	1.804.943	70	1.805.013
Årets samlede totalindkomst	-	4.768	244.804	249.572	-2	249.570
18 Køb af egne aktier	-	-	-7.566	-7.566	-	-7.566
30 Udloppet udbytte	-	-	-55.621	-55.621	-	-55.621
Udbytte egne aktier	-	-	2.916	2.916	-	2.916
27 Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	3.741	3.741	-	3.741
Egenkapitalbevægelser	0	4.768	188.274	193.042	-2	193.040
Egenkapital 31. december 2010	7.087	7.004	1.983.894	1.997.985	68	1.998.053

Der henvises til note 30 for angivelse af reserver disponible for udbytte, og til note 17 for angivelse af reservertes fordeling på værdipapirer henholdsvis pengestrømsafdækninger.

NOTEOVERSIGT

Note	Side
1 Væsentlig anvendt regnskabspraksis	55
2 Styring af risici	64
3 Segmentoplysninger	67
4 Vederlag til generalforsamlingsvalgt revisor	69
5 Personaleomkostninger	69
6 Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	70
7 Finansielle indtægter	70
8 Finansielle omkostninger	70
9 Skat	71
10 Indtjening pr. aktie (EPS)	71
11 Materielle aktiver	72
12 Kapitalandele i joint ventures	73
13 Tilgodehavender	75
14 Værdipapirer	75
15 Likvide beholdninger	76
16 Materielle aktiver bestemt for salg	76
17 Reserver	76
18 Egenkapital	77
19 Bankgæld	77
20 Forpligtelser relateret til materielle aktiver bestemt for salg	77
21 Operationelle leasingforpligtelser	78
22 Ikke indregnede eventualaktiver og eventualforpligtelser	78
23 Pantsætninger og sikkerhedsstillelser	78
24 Lastekontrakter og operationelle leasingindtægter	79
25 Finansielle instrumenter	79
26 Oplysning om nærtstående parter og transaktioner med disse	80
27 Aktiebaseret vederlæggelse	81
28 Likviditetsrisiko	83
29 Ændring i driftskapital	85
30 Udbytte	85
31 Dattervirksomheder	85
32 Begivenheder efter regnskabsårets afslutning	85

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 2011 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. Koncernregnskabet og disse yderligere oplysninger udgør koncernårsrapporten.

Årsrapporten for perioden 1. januar – 31. december 2011 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 2011 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 den laveste værdi af regnskabsmæssig værdi før den ændrede klassifikation og dagsværdi fratrukket salgsmkostninger.

Alle virksomheder i koncernen og moderselskabet har USD som funktionel 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 2011. Dette omfatter følgende regnskabsstandarder:

- IAS 24 om ændring af regler for oplysning om nærtstående parter.
- IAS 32 om ændring af præsentation af finansielle instrumenter.
- De årlige forbedringer 2010 til gældende IFRS samt fortolkningsbidragene IFRIC 14 og IFRIC 19.

Implementering af disse ændringer i standarder og fortolkninger har ikke haft effekt for NORDEN.

Nyeste vedtagne regnskabsstandarder (IFRS) og fortolkningsbidrag (IFRIC)

IASB har ved udgangen af januar 2012 udsendt følgende nye regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag, som vurderes at kunne have relevans for NORDEN.

- IFRS 9 – Antallet af kategorier for finansielle aktiver reduceres til to; amortiseret kostpris-kategori eller dagsværdi.
- IFRS 10 – Præcisering af definitionen på kontrol over en anden virksomhed.

Kontrol foreligger, når følgende forhold er opfyldt:

- o Bestemmende indflydelse over virksomheden
- o Risiko forbundet med eller ret til variabel afkast
- o Evne til at anvende bestemmende indflydelse på virksomheden til at påvirke afkast

- IFRS 11 – Fællesledede arrangementer forudsætter enighed blandt parterne og omfatter to typer: Fælleskontrollerede aktiviteter (joint operations) og fælleskontrollerede virksomheder (joint ventures). Joint operations giver 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. I joint ventures har deltagerne ikke den direkte andel i aktiver og forpligtelser m.v., men alene en andel i nettoresultatet og egenkapitalen. Hver part i joint ventures indregner efter indre værdis metode, jf. IAS 28.
- IFRS 12 – Oplysningskrav vedr. ejerandele i andre enheder, herunder datterselskaber, fælleskontrollerede aktiviteter (joint operations), fælleskontrollerede virksomheder (joint ventures) og associerede virksomheder.
- Ændring til IAS 1 – Ændringen medfører krav om præsentation af poster i anden totalindkomst, som skal recirkuleres til resultatopgørelsen adskilt fra poster, som ikke skal recirkuleres.
- Ændring til IAS 27 – Konsolideringsreglerne erstattes af IFRS 10, og standarden omfatter herefter reglerne for moderselskabsregnskaber fra den nuværende IAS 27.
- Ændring til IAS 28 – Fællesledede arrangementer klassificeret som joint ventures i henhold til IFRS 11 indregnes i henhold til standardens indre værdis metode. SIC 13 vejledning vedr. ikke-monetære bidrag fra virksomheder er skrevet ind i standarden.

De af IASB udsendte, men for NORDEN irrelevante standarder og fortolkningsbi-

NOTER

drag, omfatter IFRS 1, IFRS 7, IFRS 13, IAS 12, IAS 19 og IFRIC 20. De anførte standarder og fortolkninger er ikke godkendt af EU.

NORDEN forventer at implementere de nye standarder og fortolkningsbidrag, når anvendelsen bliver obligatorisk.

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 væsentligste regnskabsmæssige valg henholdsvis skøn er beskrevet nedenfor.

Væsentlige valg

Materielle aktiver

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. Der henvises til nedenstående afsnit "Materielle aktiver" for en nærmere beskrivelse af koncernens regnskabspraksis.

Leasing

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. Der henvises til nedenstående afsnit "Leasing" for en nærmere beskrivelse af koncernens regnskabspraksis.

Indregning af omsætning og rejseafhængige omkostninger

Ved indregning af fragttindtægter og rejseafhængige omkostninger, herunder

nettoindtægter fra poolsamarbejder, foretager ledelsen valg af start- og afslutningstidpunktet for rejser m.v. Der henvises til nedenstående afsnit "Omsætning" for en nærmere beskrivelse af koncernens regnskabspraksis.

Væsentlige regnskabsmæssige skøn

Opgørelsen af den regnskabsmæssige værdi af visse aktiver og forpligtelser kræver vurderinger, skøn og forudsætninger om fremtidige begivenheder.

De foretagne 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.

Skøn, der er væsentlige for regnskabsaflæggelsen, foretages blandt andet ved opgørelsen af af- og nedskrivninger, værdien af tilgodehavender, hensatte forpligtelser samt eventualforpligtelser og -aktiver. De væsentligste skøn omfatter:

Materielle aktiver, herunder skibe og forudbetalinger på skibe og nybygninger

Væsentlige regnskabsmæssige skøn omfatter blandt andet skøn af brugstider,

scrapværdier og nedskrivninger på materielle aktiver.

Nedskrivningstest

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, Tørlast og Tank.

Der skal foretages nedskrivningstest, såfremt der er forhold, der indikerer, at den regnskabsmæssige værdi af aktiver overstiger værdien af de fremtidige pengestrømme fra aktiver (genindvindingsværdien). Genindvindingsværdien opgøres som den højeste værdi af nettosalgsværdien ("fair value less selling costs") og kapitalværdien ved fortsat brug ("value in use").

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 nedskrivningstest. Nedskrivningstesten sker for NORDENs 2 pengestrømsgenererende enheder (CGU'er), Tank og Tørlast, 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 og ved brug af estimerede rater på baggrund af historiske data for ikke afdækket kapacitet. Såfremt "value in use" er lavere end de regnskabsmæssige værdier, foretages nedskrivning.

Tabsgivende kontrakter

Ved vurderingen af behov for hensættelse til tab på kontrakter har ledelsen lagt vægt på, at kontraktopfyldelsen sædvanligvis kan ske ved substituering mellem skibene inden for flåden i det pågældende segment, og at dette afspejles i

disponeringen af flåden. Hensættelserne opgøres derfor samlet for hver af NORDENs pengestrømsgenererende enheder, Tørlast og Tank.

De regnskabsmæssige værdier af disse poster (materielle aktiver) udgør pr. 31. december 2011 USD 1.613 mio. (USD 1.338 mio.). Der henvises tillige til note 11.

Tilgodehavender

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris fratrukket reservation til tab ved værdiforringelse. Skøn over reservation til tab foretages på baggrund 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.

Den økonomiske usikkerhed, der knytter sig til nedskrivning til imødegåelse af tab på tilgodehavender, anses for at være forøget grundet de økonomiske konjunkturer. Det skønnes, at de foretagne nedskrivninger er tilstrækkelige til dækning af tab.

Den regnskabsmæssige værdi af koncernens tilgodehavender udgør pr. 31. december 2011 USD 171 mio. (USD 128 mio.). Der henvises tillige til note 13.

Udskudt skat

NORDEN er pr. 1. januar 2001 indtrådt i tonnageskatteordningen for en bindende 10-årig periode. Med udgangspunkt i NORDENs forretningsplaner er det besluttet fortsat at anvende tonnageskatteordningen for 2011 med bindende virkning for en ny 10-årig periode fra og med dette år. Eventualskatten, som oplyses i note 9, kan blive en aktuel skat, hvis tonnageskatteordningen opgives, Rederiets nettoinvesteringer i skibe falder væsentligt, eller Rederiet likvideres.

Eventualaktiver og -forpligtelser

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.

Aktiver indregnes, når det er så godt som sikkert, at sagen vil få et positivt udfald for koncernen. En forpligtelse indregnes, hvis det er sandsynligt, at sagen vil få et negativt resultat, og beløbet er estimerbart. Er dette ikke tilfældet, oplyses forholdet i regnskabsnoterne. 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.

Den økonomiske usikkerhed, der knytter sig til oplysningerne og de indregnede beløb, anses for at være væsentligt forøget grundet de nuværende økonomiske konjunkturer.

Der henvises til note 22.

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 stemmerettighederne (dattervirksomheder). Ved opgørelsen af stemmerettigheder indgår optioner til aktiekøb, der på balancedagen kan udnyttes af koncernen.

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 regnskabsprak-

sis. 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 overtagesmetoden. Solgte eller afviklede virksomheder indregnes i den konsoliderede resultatopgørelse frem til afståelsestidspunktet. Sammenligningstal korrigeres ikke for nyhvervede, solgte eller afviklede virksomheder.

Deltagelse i poolsamarbejder

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. De nedenfor anførte principper for indregning af fragtindtægter og relaterede omkostninger gælder også for poolsamarbejder, jf. afsnittet "Omsætning".

For skibe, der indgår i poolsamarbejder, fordeles resultatet af poolen mellem pooldeltagerne på grundlag af en aftalt formel. Den aftalte formel 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 vægtes for skibenes forskellige kapacitet og egenskaber.

Poolsamarbejder anses for fælles kontrollerede 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", men den forholdsmæssige andel af omkostninger i pools, såsom direkte rejseomkostninger (eksempelvis bunkerolieforbrug, kommissioner og havneomkostninger) og charterhyre for indchartret pooltonnage, indregnes under regnskabsposten "Driftsomkostninger skibe".

NOTER

Tilsvarende indregnes NORDENs andel af aktiver og forpligtelser i poolsamarbejder, ligesom der i noterne anføres NORDENs andel af øvrige forpligtelser m.v.

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

Leasing

Koncernen som leasingtager

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. Skibe og andre materielle aktiver indregnes på leveringstidspunktet til en værdi, der svarer til nutidsværdien af de i aftalerne fastlagte finansielle ydelser, herunder eventuelle købsoptioner, der forventes udnyttet. Ved beregning af nutidsværdien anvendes 0-kuponrenten med tillæg af rentemarginal som diskonteringsfaktor. Finansielt leasede skibe og andre materielle aktiver af- og nedskrives efter samme regnskabspraksis som aktiver, hvor ejendomsretten besiddes.

Den kapitaliserede restleasingforpligtelse indregnes i opgørelsen af den finansielle stilling som en forpligtelse, og leasingydelsens rentedel omkostningsføres løbende i resultatopgørelsen.

Øvrige indbefragtningsaftaler vedrørende skibe og øvrige leasingkontrakter betragtes som operationel leasing. Ydelser i forbindelse med operationel leasing indregnes lineært i resultatopgørelsen over leasingperioden.

Koncernen som leasinggiver

Aftaler om udbefragtning på timecharter af skibe, hvor alle væsentlige risici og for-

dele 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. beskrivelsen ovenfor.

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

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 balancedagen, omregnes til balancedagens valutakurs. Forskelle mellem transaktionsdagens valutakurs og balancedagens 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.

Afledte finansielle instrumenter

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 sikringstransaktioner". Resultater den forventede fremtidige transaktion i anskaffelse af ikke-finansielle aktiver, overføres beløb, som er udskudt under egenkapitalen, fra egenkapitalen til kostprisen for aktivet. Resultater 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.

Hovedparten af koncernens afledte finansielle instrumenter giver en effektiv, finansiell sikring i henhold til koncernens risikostyringspolitik. Visse af de afledte finansielle instrumenter (Forward Freight Agreements (FFA'er) og bunkerhedgingkontrakter) anses ikke for at opfylde kriterierne for behandling som sikringsinstrumenter efter de regnskabsmæssige regler. Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter, som ikke anses for at opfylde betingelserne for behandling som sikringsinstrumenter, 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.

En del af koncernens afledte finansielle instrumenter i form af FFA'er, der ikke er indgået som led i koncernens sikring, klassificeres som handelsbeholdning (held for trading) og indregnes til dagsværdi. Ændringer i dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen under posten "Andre driftsindtægter".

Opgørelse af dagsværdi

Børsnoterede afledte finansielle instrumenter og værdipapirer handlet på et aktivt marked måles til dagsværdien pr. balancedagen ved brug af salgskursen. Første indregning sker ud fra dagsværdien på handelsdagen.

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. Dagsværdien af finansielle forpligtelser skønnes at udgøre værdien af de diskonterede fremtidige, kontraktmæssige pengestrømme til den aktuelle markedsrente, som gælder for tilsvarende finansielle instrumenter i koncernen.

Segmentoplysninger

Der gives oplysninger på koncernens 2 forretningssegmenter, Tank og Tørlast.

Oplysningerne er baseret på koncernens organisation, forretningsmæssige styring og den interne økonomistyring, herunder økonomirapportering til NORDENs operative ledelse.

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

For segmentet Tank består NORDENs ydelser af transport af råolie eller raffinerede olieprodukter, og for segmentet Tørlast omfatter ydelserne transport af masse-gods såsom korn, kul, malm og sukker. Omsætning i NORDENs segmenter omfatter skibenes fragttindtægter fra egne og indbefragtede skibe samt management-indtægter. 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 regnskabspraksis for segmenternes indregning og måling svarer til den beskrevne for NORDEN i denne note. Den anvendte praksis og præsentation af segmentoplysningerne er ens i inde-værende og forrige regnskabsperiode.

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 "Dækningsbidrag I". Segmentaktivernes benævnelse og indhold

svarer til koncernens opgørelse af den finansielle stilling. Der er ingen fordeling af forpligtelser på segmenter i den interne økonomirapportering til den operative ledelse.

Der er ingen 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 nybygninger" samt "Kapitalandele i joint ventures".
- Kortfristede aktiver fordeles på segmenterne i det omfang, de kan henføres direkte hertil, f.eks. "Beholdninger" og "Fragttilgodehavender". En del af fragttilgodehavenderne 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.

NOTER

Resultatopgørelsen

Omsætning

Omsætning omfatter nutidsværdien af leverede tjenesteydelser efter fradrag af rabatter. Leverede tjenesteydelser omfatter skibenes fragttindtægter, timecharterindtægter og managementindtægter. Omsætningen indregnes i resultatopgørelsen for regnskabsperioden i takt med, at den indtjenes. Afgørelsen af, hvorvidt omsætning og andre driftsindtægter anses som indtjent, baseres på følgende kriterier:

- der foreligger en forpligtende salgssaf-tale,
- salgsprisen er fastlagt,
- tjenesteydelsen er leveret inden regnskabsåret udløb,
- indbetalingen er modtaget eller kan med rimelig sikkerhed forventes modtaget,
- omkostninger, som er eller vil blive afholdt i forbindelse med transaktionen, kan måles pålideligt, og for fragttindtægter, bortset fra timecharterindtægter, at færdiggørelsesgraden kan opgøres pålideligt.

Alle fragttindtægter og rejseafhængige omkostninger indregnes i takt med levering af fragtydelserne (percentage of completion/færdiggørelsesgraden). Ved fastlæggelse af færdiggørelsesgraden anvendes en discharge-to-discharge-metode. Efter denne metode indregnes fragttindtægter og relaterede omkostninger i resultatopgørelsen i henhold til de indgåede certepartier fra skibets afrejsetidspunkt til levering af lasten (losning). Afrejsetidspunktet 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). For igangværende rejser ved udgangen af en regnskabsperiode, som slutter i en efterfølgende regnskabsperiode, indregnes fragttindtægter og relaterede omkostninger i forhold til den procentdel af den estimerede varighed af rejsen, som er gennemført på balancedagen.

Demurrage indregnes, hvis kravet anses for sandsynligt.

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

Managementindtægter indtægtsføres i takt med levering af ydelserne i henhold til managementaftalerne.

Andre driftsindtægter

Andre driftsindtægter omfatter regnskabsposter af sekundær karakter i forhold til koncernens hovedaktivitet. Den væsentligste del af posten vedrører managementindtægter i forbindelse med administration af poolsamarbejder.

Driftsomkostninger skibe

Driftsomkostninger skibe omfatter de omkostninger, eksklusive afskrivninger og personaleomkostninger, 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 samt driftsomkostninger 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, kontorhold, ekstern bistand m.v.

Salgsavancer skibe m.v.

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

Tilsvarende indgår avance ved salg af øvrige materielle aktiver.

Resultatandele af kapitalandele joint ventures

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

Finansielle poster

Finansielle indtægter og omkostninger omfatter renter, amortisering vedrørende finansielle aktiver og forpligtelser, herunder finansielle leasingforpligtelser, realiserede og urealiserede valutakursreguleringer, dagsværdiregulering vedrørende valutaterminkontrakter, kursreguleringer på værdipapirer og modtaget udbytte på aktier indregnet under værdipapirer.

Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter

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.

Skat af årets resultat

Selskabets aktuelle skat sammensætter sig af skat opgjort efter reglerne i tonnageskatteloven, for så vidt angår rederivirksomhed, og efter almindelige skatteregler, for så vidt angår nettofinansindtægter og øvrige aktiviteter. Øvrige aktiviteter omfatter udlejning af domicilejendom og managementindtægter.

Opgørelse af den finansielle stilling

Materielle aktiver

Materielle aktiver måles til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger. Der afskrives ikke på grunde.

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 aktivernes forventede brugstid, der udgør:

Bygninger	50 år
Skibe, herunder finansielt leasede skibe	20 år
Driftsmateriel og inventar	3–10 år

For secondhand-skibe fastsættes afskrivningsperioden under hensyntagen til skibenes tilstand og alder på anskaffelsestidspunktet, men afskrivningsperioden overstiger ikke 20 år fra værftslevering.

For skibe, som er bestemt for salg, foretages ikke afskrivninger, såfremt scrapværdien (salgsværdien) er lig med eller højere end skibets regnskabsmæssige værdi. Der nedskrives til salgsværdi, såfremt denne er lavere end den regnskabsmæssige værdi. Dokningsomkostninger vedrørende skibe indregnes i opgørelsen af den finansielle stilling tillægges skibenes regnskabsmæssige værdi på afholdelsestidspunktet. Dokningsomkostningerne fordeles lineært over forbedringernes forventede brugstid.

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".

Nedskrivning af materielle og finansielle aktiver

Den regnskabsmæssige værdi af materielle samt finansielle aktiver vurderes årligt for at afgøre, om der er indikation af værdi-

forringelse 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 nettosalgsværdien og kapitalværdien. 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).

For kapitalandele i joint ventures er den pengestrømsgenererende enhed det enkelte joint venture, og genindvindingsværdien fastsættes sædvanligvis ud fra kapitalværdien.

For skibe er den pengestrømsgenererende enhed sædvanligvis den samlede flåde inden for koncernens segmenter, og for finansielle aktiver (bortset fra kapitalandele i joint ventures) er det det enkelte værdipapir eller den enkelte kapitalandel. For skibe fastsættes genindvindingsværdien sædvanligvis ud fra estimeret salgsværdi på grundlag af eksperterne mæglervurderinger. For finansielle aktiver (bortset fra joint ventures) baseres nedskrivningen på salgsværdien. På aktier nedskrives, når værdinedgang er væsentlig eller langvarig. På obligationer nedskrives, når der er objektive indikationer på tab (betalingsstandsning, konkurs m.v.). I begge tilfælde anvendes salgsværdi som udgangspunkt, fordi der eksisterer aktive markeder.

Kapitalandele i joint ventures

Virksomheder, der aftalemæssigt ledes i fællesskab sammen med en eller flere andre virksomheder (joint ventures) 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" koncer-

nens 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 under forpligtelser.

Beholdninger

Beholdninger omfatter primært oliebeholdninger om bord på skibe. Beholdninger måles til kostpris efter FIFO-metoden eller til nettorealisationsværdi, hvis denne er lavere.

Tilgodehavender

Tilgodehavender måles i opgørelsen af den finansielle stilling til amortiseret kostpris eller en lavere nettorealisationsværdi, hvilket her svarer til pålydende værdi med fradrag af nedskrivning til imødegåelse af forventede tab. Nedskrivninger til tab opgøres på grundlag af en individuel vurdering af de enkelte tilgodehavender.

Værdipapirer

Aktier og obligationer, der besiddes med henblik på salg, indregnes under kortfristede aktiver til dagsværdi på handelsdatoen og måles efterfølgende til børskurs for børsnoterede papirer og til dagsværdi ved brug af en værdiansættelsesmetode for noterede 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 egenkapitalen på reserve for værdipapirer, dog bortset fra valutakursreguleringer på obligationer i fremmed valuta, som indregnes i resultatopgørelsen under finansielle poster.

NOTER

Likvide beholdninger

Likvide beholdninger måles i opgørelsen af den finansielle stilling til nominal værdi.

Materielle aktiver bestemt for salg og tilknyttede forpligtelser

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.

Der afskrives ikke på skibe, der er klassificeret som bestemt for salg.

Aktiver og direkte tilknyttede forpligtelser indregnes i særskilte regnskabsposter i opgørelsen af den finansielle stilling. Regnskabsposterne specificeres i regnskabsnoterne.

Gevinster og tab indgår i resultatopgørelsen i posten "Salgsavancer skibe m.v." og indregnes ved levering.

Egenkapitalopgørelse

Udbytte

Udbytte indregnes som en forpligtelse på tidspunktet for vedtagelse på generalforsamlingen. Udbytte, som ledelsen foreslår udbetalt for året, oplyses under egenkapitalen. Der udbetales ikke udbytte på egne aktier.

Egne aktier

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

Aktiebaseret incitamentsprogram

Værdien af serviceydelser modtaget af medarbejdere som modydelse for aktie-

baseret incitamentsafløbning 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 tildelingen 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.

Hensatte forpligtelser

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

Hensatte forpligtelser til dokning indregnes for bareboat-indbefragtede skibe, hvor aftalen indebærer en forpligtelse for koncernen eller til at foretage periodisk dokning af skibene. De hensatte forpligtelser afsættes løbende med et beløb svarende til en forholdsmæssig andel af de skønnede omkostninger til det enkelte skibs næste dokning, eftersom værdien af forpligtelsen løbende øges. De hensatte forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen i posten "Driftsomkostninger skibe".

Hensættelse til tab på kontrakter indregnes, når kontraktopfyldelsen uundgåeligt vil medføre et tab. Inden for hver af de 2 pengestrømsgenererende enheder, Tørlast og Tank, opererer ledelsen skibene under ét. De pengestrømsgenererende

enheder er identiske med de rapporteringspligtige segmenter. Sædvanligvis kan kontraktopfyldelse ske ved substitution af skibe inden for flåden inden for de 2 pengestrømsgenererende enheder, Tørlast og Tank. Det uundgåelige tab vurderes under hensyntagen til denne mulighed. Hensættelsen måles til den laveste værdi af henholdsvis nettoomkostning ved kontraktopfyldelse eller erstatning ved udtrædelse af kontrakten. Hensættelsen til tabsgivende kontrakter indregnes i resultatopgørelsen i posten "Driftsomkostninger skibe".

Udskudt skat

Moderselskabet er tilmeldt den danske tonnageskatteordning for rederivirksomheder med bindende virkning oprindeligt for en 10-årig periode fra og med 2001. Moderselskabet er med bindende virkning for en ny 10-årig periode tilmeldt fra og med 2011. 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. Størrelsen heraf oplyses i note 9.

For koncernens og moderselskabets øvrige aktiviteter påhviler der ikke udskudt skat.

Finansielle forpligtelser

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 at forskellen mellem provenuet og den nominelle værdi indregnes 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.

Som finansielle forpligtelser anses tillige den kapitaliserede restleasingforpligtelse på finansielle leasingkontrakter.

Øvrige forpligtelser, som omfatter gæld til leverandører af varer og tjenesteydelser, modtagne forudbetalinger på skibe til videresalg og gæld til joint ventures samt anden gæld måles til amortiseret kostpris, der i al væsentlighed svarer til nominal værdi.

Periodeafgrænsningsposter

Periodeafgrænsningsposter opført som aktiver omfatter afholdte omkostninger vedrørende efterfølgende regnskabsår, såsom charterhyre, husleje, forsikringspræmier, abonnementer og renter.

Periodeafgrænsningsposter opført som forpligtelser udgøres af modtagne betalinger vedrørende indtægter i de efterfølgende år såsom fragtindtægter, charterhyre, renter og forsikringspræmier.

Periodeafgrænsningsposter måles til nominal værdi.

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 resultatet reguleret for ikke-kontante resultatposter, såsom af- og nedskrivninger, salgsavancer på skibe, hensatte forpligtelser, dagsværdireguleringer på visse sikringsinstrumenter og valutakursreguleringer på langfristede forpligtelser, ændring i driftskapital, finansielle ind- og udbetalinger og med fradrag eller tillæg af betalte eller modtagne selskabsskatter. Driftskapitalen omfatter kortfristede aktiver minus kortfristede forpligtelser eksklusive 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.

NOTER

2. Styring af risici

Aktiv risikostyring spiller en central rolle i NORDENs strategi om at sikre en stabil indtjening. Rederiets risikostyring sigter mod at minimere potentielle negative effekter på indtjeningen fra de kommercielle og finansielle aktiviteter samt at begrænse risici til acceptable niveauer.

Det er NORDENs politik, at væsentlige risici alene tages i forhold til fragtmarkeder og heraf afledte risici. Øvrige risikofaktorer søges begrænset i videst muligt omfang ved enten diversificering, garantistillelser eller ved at afdække eksponeringen, når de fremtidige risici er kendt.

Rammer og mål for NORDENs risikostyring fastlægges og godkendes årligt af bestyrelsen. Rammerne omfatter kommercielle risici, finansielle risici og kapitalstyringsrisici. Direktionen 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.

Kommercielle og finansielle risici

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
- Kreditrisiko på banker og værfter vedrørende henholdsvis indeståender og forudbetalinger på nybygninger

Eftersom de to førstnævnte risikofaktorer vedrører den fremtidige indtjening og derfor ikke direkte påvirker den finansielle stilling ultimo 2011, behandles

disse risici i det følgende under overskriften "Kommercielle risici". Risikofaktorer, der vedrører poster, som allerede ultimo 2011 er indregnet i den finansielle stilling, behandles derimod under "Finansielle risici".

Kommercielle risici

Fragtraterisici (kommercielle)

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 minimere usikkerheden forbundet med indtjeningen afdækkes de fremtidige åbne skibsdage med lastekontrakter, T/C-aftaler og finansielle instrumenter.

Afdækningen i 2012 udgjorde ved udgangen af 2011 samlet for Tørlast og Tank en værdi på USD 489 mio. svarende til en afdækning af kapaciteten på henholdsvis 78% og 22%. Indtjeningen på de resterende 22% og 78% af kapaciteten i henholdsvis Tørlast og Tank er direkte eksponeret over for det fremtidige fragtrateniveau. Et fald i fragtraterne ved udgangen af 2011 på 10% vil alt andet lige betyde et fald i den forventede indtjening i 2012 på USD -26 mio. (USD -19 mio.).

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

Skibsprisrisici (kommercielle)

En af NORDENs væsentligste risici vedrører udsving i fragtrater og skibspriser og deraf følgende ændringer i værdien af Rederiets egne skibe og certepartier med købsoption. Ved udgangen af 2011 havde Rederiet 55 egne skibe og nybygninger samt 63 certepartier med købsoption. Ændringen i værdien af egne skibe vil have en direkte effekt på Rederiets estimerede Net Asset Value (NAV), mens en ændring i værdien af certepartier med købsoption alene vil have en effekt på Rederiets teoretiske NAV.

Med udgangspunkt i porteføljen af egne skibe og certepartier med købsoption og markedspriser ved udgangen af 2011 vil et samtidigt fald på 10% i både skibspriser og fragtratekurve medføre et fald i Rederiets teoretiske NAV på USD 318 mio. (USD 359 mio.). Modsat vil stigning på 10% i priser og fragtrate øge den teoretiske NAV med USD 324 mio. (USD 364 mio.).

Værdien af købsoptionerne samt forudsætningerne for beregningerne fremgår af beretningsafsnittene "Flådens udvikling" og "Flådens værdier".

Kreditrisici (kommercielle)

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 beslutningsgrundlaget for hvor omfattende et engagement kan være.

De interne ratings er sammensat dels af en finansiell, dels af en ikke-finansiell vurdering af modpartens profil. Til hver kategori knytter der sig en kreditrating 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 2011 var de 20 største modparter i Tørlast fordelt på 7 mineselskaber, 3 energiselskaber, 4 industrielle virksomheder, 5 shippingselskaber samt 1 kuldistributør. Tilsvarende var de 5 største modparter i Tank 3 store olieselskaber, 1 shippingselskab og 1 oliedistributør.

Samlet udgjorde Rederiets kommercielle krediteksponering ved udgangen af 2011

USD 1.291 mio. fordelt på USD 1.189 mio. i Tørlast og USD 102 mio. i Tank. I Tørlast involverede afdækningen af kendte skibsdage 190 modparter, hvoraf de 20 største tegnede sig for 78% af den afdækkede omsætning i segmentet. I Tank var afdækningen fordelt på 41 modparter, hvoraf de 5 største stod for 85% af den afdækkede omsætning i segmentet.

Finansielle risici

Tabellen på side 66 viser en oversigt over finansielle kredit- og markedsrisici, herunder markedsrisici knyttet til valutakursudsving og renteændringer.

Likviditetsrisici

For at sikre en tilstrækkelig likviditetsreserve er det Rederiets politik, at den likvide beholdning mindst skal svare til Rederiets betalingsforpligtelser 1 år frem. Størrelsen heraf beregnes og justeres løbende i forhold til forventningen til årets resultat og prognoser for fremtidige års resultater, markedsudsigter, omfanget af attraktive investeringsmuligheder samt Rederiets fremtidige forpligtelser såvel på som uden for opgørelsen af den finansielle stilling. Se tillige afsnittet om kapitalstyring nedenfor.

Kapitalstyringsrisici

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

Koncernens egenkapital (eksklusive minoritetsinteresser) udgør 85% (89%) ultimo 2011 af balancesummen. 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 rammebelagt af bestyrelsen og måtte i 2011 ikke overstige 1,5. Ultimo 2011 udgjorde nettoforpligtelserne 0,3 (0,2) gange egenkapitalen. Der henvises til side 17 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 likvider og værdipapirer.

Andre operationelle risici (kommercielle)

Driftsrisici

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, værdi af 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.

IT

IT-afdelingen har etableret et teknisk beredskab, dvs. et IT-miljø fordelt på 2 driftsteder med dublering af de kritiske systemer. Beredskabet lever op til det ledelsesmæssigt besluttede beredskabsniveau om at levere nøddrift inden for henholdsvis 4-24-168 timer afhængigt af system. Desuden er der udarbejdet en IT Disaster Recovery Plan, som involverer hele organisationen, der understøtter IT-afdelingen i at opnå nøddrift hurtigst muligt i en eventuel katastrofesituation.

NOTER

Oversigt over finansielle risici

Kredit	Nominal værdi		Kommentar til NORDENs politik
	2011	2010	
Fragttilgodehavender	USD 111 mio.	USD 83 mio.	Modparter kreditvurderes løbende.
Bankindsud	USD 332 mio.	USD 558 mio.	Rederiets likviditet placeres udelukkende hos finansielle institutioner med en Moody's kreditrating på minimum A eller tilsvarende.
Obligationer	USD 56 mio.	USD 36 mio.	En mindre del af Rederiets frie kapital er placeret i værdipapirer, som er rated minimum BBB i henhold til S&P ("investment grade") eller Baa3 hos Moody's.
Forudbetalinger til værfter	USD 170 mio.	USD 400 mio.	Nybygningskontrakter med skibsværfter indgås som hovedregel med tilbagebetalingsgarantier stillet af banker med god kreditværdighed. Ud af forudbetalinger til værfter på USD 170 mio. (USD 400 mio.) er der indhentet garantier for USD 160 mio (USD 383 mio.).
FFA	Solgt netto USD 5 mio.	Solgt netto USD 83 mio.	Rederiets FFA-kontrakter indgås alene via etablerede clearinghuse for derved at mindske kreditrisikoen, da der sker en daglig marginafregning.
Bunkerswaps	USD 196 mio.	USD 159 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	Nominal værdi		Følsomhed	Kommentar til NORDENs politik
	2011	2010		
Fragtraterisiko (FFA)	Solgt netto USD 5 mio.	Solgt netto USD 83 mio.	Et fald i fragtraterne på 10% ultimo året ville påvirke nettoresultatet med USD 0 mio. (USD 7 mio.)	Rederiet anvender kun FFA-kontrakter til afdækning af fysiske skibsdage. Uanset at der faktisk opnås en finansiell effektiv sikring, opfylder FFA-kontrakterne ikke de regnskabsmæssige kriterier for behandling som sikringsinstrumenter, og de indregnes derfor selvstændigt i resultatopgørelsen.
Bunkerpriserisiko	USD 196 mio.	USD 159 mio.	Et fald i bunkerpriserne på 10% ultimo året ville påvirke nettoresultatet med USD -21 mio. (USD -17 mio.).	Rederiet anvender kun bunkerswaps til afdækning af sit fremtidige kendte forbrug af bunker i forbindelse med indgåelse af COA-kontrakter. 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 16 mio.	USD 84 mio.	En 10% ændring i valutakurser for DKK og JPY ultimo 2011 ville påvirke resultatet med henholdsvis USD 2 mio. (USD 9 mio.) og USD 0 mio. (USD 0 mio.) og egenkapitalen med henholdsvis USD 0 mio. (USD 0 mio.) og USD 0 mio. (USD 1 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 2011 ville en stigning i renten på 1 procentpoint alt andet lige betyde en resultatpåvirkning før skat på USD 4 mio. (USD 6 mio.), og en egenkapitalpåvirkning på USD 10 mio. (USD 0 mio.)	Rederiets renterisici opstår fra henholdsvis rentebærende aktiver og langfristede gældsforpligtelser. Ved udgangen af 2011 var hovedparten af Rederiets overskydende likviditet placeret på kortvarige indskud til fast rente. Rederiets låneforpligtelser er indgået til variabel rente, men er ved 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	Tørlast	Tank	Ikke fordelt	I alt
3	Segmentoplysninger 2011				
	Omsætning – tjenesteydelser, ekstern	1.936.341	336.478	0	2.272.819
	Rejseafhængige omkostninger	-762.883	-136.843	0	-899.726
	Dækningsbidrag I	1.173.458	199.635	0	1.373.093
	Andre driftsindtægter, netto	5.036	177	0	5.213
	Charterhyre for skibe	-920.359	-126.373	0	-1.046.732
	Øvrige driftsomkostninger skibe	-37.032	-22.867	0	-59.899
	Andre eksterne omkostninger	-11.002	-1.951	-3.262	-16.215
	Personaleomkostninger	-38.810	-22.501	-7.703	-69.014
	Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	171.291	26.120	-10.965	186.446
	Salgsavancer skibe m.v.	194	-449	13	-242
	Afskrivninger	-44.657	-32.920	-3.608	-81.185
	Resultatandele af joint ventures	-200	-330	0	-530
	Resultat af primær drift (EBIT)	126.628	-7.579	-14.560	104.489
	Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	-14.897	0	0	-14.897
	Finansielle indtægter	0	0	9.504	9.504
	Finansielle omkostninger	0	0	-5.762	-5.762
	Årets skat	-4.459	-601	-481	-5.541
	Årets resultat	107.272	-8.180	-11.299	87.793
	Skibe	878.872	508.317	0	1.387.189
	Forudbetalinger på skibe og nybygninger	111.459	58.566	0	170.025
	Ejendom og driftsmidler	1.323	0	54.614	55.937
	Kapitalandele i joint ventures	18.480	2.795	0	21.275
	Langfristede aktiver	1.010.134	569.678	54.614	1.634.426
	Kortfristede aktiver	242.610	38.710	434.509	715.829
	– heraf materielle aktiver bestemt for salg	0	0	0	0
	Aktiver	1.252.744	608.388	489.123	2.350.255
	Årets investeringer i langfristede aktiver	218.273	135.029	4.367	357.669
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere eksklusive beskæftigede på T/C-skibe	466	401	21	888
	Overskudsgrad	7%	-2%	-	5%
	Afkastningsgrad	10%	-1%	-	4%

Væsentlige ikke-kontante omkostninger indeholdt i segmentresultaterne udover afskrivninger omfatter alene aktivitetsbestemte udsving i leverandørgæld, anden gæld og ikke enkeltstående væsentlige omkostninger, såsom hensættelser, bonus, nedskrivninger på tilgodehavender m.v.

NORDEN har ikke enkeltkunder, hvor den eksterne omsætning overstiger 10% af den samlede omsætning. Der henvises desuden til note 1 – afsnittet om segmentoplysninger.

I omsætningen indgår USD 14 mio., som følge af modtagne kompensationer fra modparter vedrørende opsagte T/C-aftaler og lastekontrakter.

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	Tørlast	Tank	Ikke fordelt	I alt
3	Segmentoplysninger 2010				
	Omsætning – tjenesteydelser, eksternt	1.946.160	243.446	0	2.189.606
	Rejseafhængige omkostninger	-530.496	-86.816	0	-617.312
	Dækningsbidrag I	1.415.664	156.630	0	1.572.294
	Andre driftsindtægter, netto	3.316	140	0	3.456
	Charterhyre for skibe	-1.107.957	-118.703	0	-1.226.660
	Øvrige driftsomkostninger skibe	-22.649	-17.464	0	-40.113
	Andre eksterne omkostninger	-8.628	-1.713	-2.634	-12.975
	Personaleomkostninger	-30.395	-18.685	-7.362	-56.442
	Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	249.351	205	-9.996	239.560
	Salgsavancer skibe m.v.	28.150	0	-2	28.148
	Afskrivninger	-21.750	-25.145	-2.642	-49.537
	Resultatandele af joint ventures	4.163	209	0	4.372
	Resultat af primær drift (EBIT)	259.914	-24.731	-12.640	222.543
	Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	30.771	0	0	30.771
	Finansielle indtægter	0	0	6.328	6.328
	Finansielle omkostninger	0	0	-8.867	-8.867
	Årets skat	-5.549	-381	-43	-5.973
	Årets resultat	285.136	-25.112	-15.222	244.802
	Skibe	472.555	407.775	0	880.330
	Forudbetalinger på skibe og nybygninger	344.281	57.603	0	401.884
	Ejendom og driftsmidler	1.554	0	54.072	55.626
	Kapitalandele i joint ventures	31.306	3.919	0	35.225
	Langfristede aktiver	849.696	469.297	54.072	1.373.065
	Kortfristede aktiver	215.094	20.494	641.828	877.416
	– heraf materielle aktiver bestemt for salg	35.377	0	0	35.377
	Aktiver	1.064.790	489.791	695.900	2.250.481
	Årets investeringer i langfristede aktiver	394.784	167.957	2.982	565.723
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere eksklusive beskæftigede på T/C-skibe	325	323	19	667
	Overskudsgrad	13%	-10%	-	10%
	Afkastningsgrad	24%	-5%	-	10%

Væsentlige ikke-kontante omkostninger indeholdt i segmentresultaterne udover afskrivninger omfatter alene aktivitetsbestemte udsving i leverandørgæld, anden gæld og ikke enkeltstående væsentlige omkostninger, såsom hensættelser, bonus, nedskrivninger på tilgodehavender m.v.

NORDEN har ikke enkeltkunder, hvor den eksterne omsætning overstiger 10% af den samlede omsætning. Der henvises desuden til note 1 – afsnittet om segmentoplysninger.

I omsætningen indgår USD 78 mio., som følge af modtagne kompensationer fra modparter vedrørende opsagte T/C-aftaler og lastekontrakter.

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
4	Vederlag til generalforsamlingsvalgt revisor		
	I "Andre eksterne omkostninger" indgår følgende honorarer til PricewaterhouseCoopers:		
	Revision	318	283
	Andre erklæringsopgaver med sikkerhed	40	36
	Skatterådgivning	59	74
	Andre ydelser	259	361
	I alt	676	754
5	Personaleomkostninger		
	Landbaserede medarbejdere:		
	Vederlag, gager og hyre	28.949	27.927
	Pensioner – bidragsbaserede ordninger	1.539	1.565
	Andre omkostninger, social sikring	1.926	1.591
	Aktiebaseret vederlæggelse	4.141	3.741
	I alt	36.555	34.824
	Søfolk:		
	Vederlag, gager og hyre	29.836	19.599
	Pensioner – bidragsbaserede ordninger	2.154	1.506
	Andre omkostninger, social sikring	469	513
	I alt	32.459	21.618
	I alt	69.014	56.442
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere, landbaserede medarbejdere	241	222
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere, søfolk	647	445
	I alt	888	667

Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere er eksklusive beskæftigede på T/C-skibe.

	2011			2010		
	Moder-selskabets bestyrelse	Moder-selskabets direktion	Andre ledende medarbejdere	Moder-selskabets bestyrelse	Moder-selskabets direktion	Andre ledende medarbejdere
Vederlag og gager	979	2.231	3.743	933	3.313	4.730
Pensioner – bidragsbaserede ordninger	0	0	215	0	0	338
Andre omkostninger, social sikring	0	1	10	0	1	9
Aktiebaseret vederlæggelse	0	726	891	0	651	969
I alt	979	2.958	4.859	933	3.965	6.046

Direktionen og en række ledende medarbejdere er omfattet af bonus- og fratrædelsesordninger. En del af den tildelte bonus i 2010 og 2011 er betinget af fortsat ansættelse i 2012-2014 samt fremtidig indtjening og indregnes i disse år. Der henvises til afsnittet "Vederlagspolitik" i ledelsesberetningen for nærmere beskrivelse af bonusordninger.

Såfremt medlemmer af direktionen og 4 ledende medarbejdere fratræder i forbindelse med en overtagelse af Selskabet, herunder at Selskabet fusioneres eller på anden måde sammenlægges med et eller flere selskaber uden for NORDEN, betales ud over sædvanlig gage i en 1-årig opsigelsesperiode en særlig fratrædelsesgodtgørelse svarende til 1 års gage (direktionen 2 års gage).

Der henvises i øvrigt til note 27, hvor aktiebaseret vederlæggelse er omtalt.

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
6 Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter			
Dagsværdiregulering af afledte finansielle sikringsinstrumenter, som ikke opfylder de regnskabsmæssige kriterier for behandling som sikringsinstrumenter, udgør:			
Bunkerhedging:			
2010	0	-4.290	
2011	31.440	4.609	
2012	6.746	2.144	
2013	370	343	
2014	41	158	
2015	-32	0	
2016	-41	0	
2017	-44	0	
2018	-48	0	
	38.432	2.964	
Realiseret dagsværdiregulering reklassificeret til "Driftsomkostninger skibe"	-39.636	-5.138	
	-1.204	-2.174	
Forward Freight Agreements:			
2010	0	764	
2011	32.193	15.149	
2012	1.979	1.282	
2013	474	0	
	34.646	17.195	
Realiseret dagsværdiregulering reklassificeret til "Omsætning"	-48.339	15.750	
	-13.693	32.945	
I alt	-14.897	30.771	
7 Finansielle indtægter			
Aktieudbytter	11	3	
Renteindtægter	6.320	6.293	
Derivater, økonomisk sikring	923	0	
Værdipapirer	374	32	
Valutakursreguleringer	1.876	0	
I alt	9.504	6.328	
8 Finansielle omkostninger			
Renteomkostninger, langfristet gæld m.v.	5.762	2.565	
Derivater, økonomisk sikring	0	609	
Valutakursreguleringer	0	5.693	
I alt	5.762	8.867	

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
9 Skat			
Skat af årets resultat		6.095	5.930
Regulering til tidligere års skat		-554	43
I alt		5.541	5.973
Skat af årets resultat forklares således:			
Resultat før skat		93.334	250.775
Heraf under tonnageskat		-3.289	-76.810
		90.045	173.965
Beregnet skat heraf, 25%		22.511	43.491
Skatteeffekt af:			
– Højere/lavere skatteprocent i dattervirksomheder		-20.929	-41.520
– Skibsavancer		0	1.069
– Andet		997	0
		2.579	3.040
Tonnageskat		3.516	2.890
I alt		6.095	5.930
Rederiet har valgt at fortsætte i tonnageskatteordningen pr. 1. januar 2011 med bindende virkning i 10 år.			
Hvis Rederiets nettoinvesteringer i skibe falder væsentligt, eller Selskabet likvideres, udløses eventualskatten fra tiden inden indtræden i tonnageskatteordningen.			
Eventualskat under tonnageskatteordningen		18.544	18.544
Eventualskat er beregnet med 25% svarende til den aktuelle skattesats.			
10 Indtjening pr. aktie (EPS)			
Basis:			
Årets resultat til aktionærene i NORDEN		87.795	244.804
Vejet, gennemsnitlig antal aktier (tusind)		41.199	41.985
Indtjening pr. aktie (USD pr. aktie)		2,13	5,83
Udvandet:			
Vejet, gennemsnitlig antal aktier (tusind)		41.199	41.985
Regulering for aktieoptioner (tusind)		0	85
Vejet, gennemsnitlig antal aktier for udvandet indtjening pr. aktie (tusind)		41.199	42.070
Udvandet indtjening pr. aktie (USD pr. aktie)		2,13	5,82

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

11 Materielle aktiver

2011	Skibe	Ejendom og drifts- midler	Forud- betalinger på skibe og nybygninger	I alt
Kostpris 1. januar	982.875	69.403	401.884	1.454.162
Årets tilgang	59.948	4.367	293.354	357.669
Årets afgang	0	-214	0	-214
Overførsler i årets løb	524.102	0	-524.102	0
Overførsler i årets løb til andre poster	0	0	-1.111	-1.111
Kostpris 31. december	1.566.925	73.556	170.025	1.810.506
Afskrivninger 1. januar	-102.545	-13.777	0	-116.322
Årets afskrivninger	-77.191	-3.994	0	-81.185
Tilbageførte afskrivninger på afhændede aktiver	0	152	0	152
Afskrivninger 31. december	-179.736	-17.619	0	-197.355
Regnskabsmæssig værdi 31. december	1.387.189	55.937	170.025	1.613.151

Aktiverede låneomkostninger på skibe USD 0 mio. Forsikringssum på skibe USD 1.440 mio.

2010	Skibe	Ejendom og drifts- midler	Forud- betalinger på skibe og nybygninger	I alt
Kostpris 1. januar	569.023	66.606	442.526	1.078.155
Årets tilgang	298.398	2.982	264.343	565.723
Årets afgang	0	-185	-87	-272
Overførsler i årets løb	249.902	0	-249.902	0
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	-134.448	0	-54.996	-189.444
Kostpris 31. december	982.875	69.403	401.884	1.454.162
Afskrivninger 1. januar	-71.410	-10.765	0	-82.175
Årets afskrivninger	-46.379	-3.158	0	-49.537
Tilbageførte afskrivninger på afhændede aktiver	0	146	0	146
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	15.244	0	0	15.244
Afskrivninger 31. december	-102.545	-13.777	0	-116.322
Regnskabsmæssig værdi 31. december	880.330	55.626	401.884	1.337.840

Aktiverede låneomkostninger på skibe USD 0 mio. Forsikringssum på skibe USD 1.235 mio.

Der henvises til note 23 om sikkerhedsstillelser i skibe.

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
12	Kapitalandele i joint ventures		
	Kostpris 1. januar	22.771	22.771
	Årets afgang	-6.095	0
	Kostpris 31. december	16.676	22.771
	Værdireguleringer 1. januar	12.454	8.999
	Andel af årets resultat	-530	4.372
	Tilbageført værdiregulering på årets afgang	-331	0
	Udbetalt udbytte	-6.994	-917
	Værdireguleringer 31. december	4.599	12.454
	Regnskabsmæssig værdi 31. december	21.275	35.225

Kapitalandele omfatter:	Ejerandel	Resultatandele af joint ventures		Regnskabsmæssig værdi	
		2011	2010	2011	2010
Norient Product Pool ApS	50%	-341	199	2.783	3.889
Norient Cyprus Ltd.	50%	12	9	12	29
ANL Maritime Services Pte. Ltd.	50%	-15	45	116	131
Nord Summit Pte. Ltd.	50%	-171	4.157	18.364	18.535
Nord Empros I Pte. Ltd.	50%	-5	-10	0	2.471
Nord Empros II Pte. Ltd.	50%	-5	-9	0	2.477
Nord Empros III Pte. Ltd.	50%	-5	-19	0	7.693
Polar Navigation Pte. Ltd.	50%	0	0	0	0
I alt		-530	4.372	21.275	35.225
Heraf avancer ved salg af skibe		103	4.276		

	2011	2010
Garantier vedrørende joint ventures	0	0
Betalingsforpligtelser vedrørende joint ventures	16.065	29.232
Hovedtallene (100%) for joint ventures er:		
Omsætning og øvrige indtægter	12.000	19.242
Omkostninger	13.060	10.497
Langfristede aktiver	44.037	14.115
Kortfristede aktiver	15.605	60.800
Kortfristede forpligtelser	18.745	5.780

Der er ikke væsentlige restriktioner på udlodning fra joint ventures.

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
12 Kapitalandele i joint ventures – fortsat			
Fælleskontrollerede aktiviteter			
Koncernen deltager i fælleskontrollerede aktiviteter i form af poolsamarbejder, jf. note 1.			
Fælleskontrollerede aktiviteter omfatter følgende pools:			
Norient Product Pool			
Norient Short Term Tank Pool			
Norient Post-Panamax Pool			
Norient 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.			
Andel af ikke-indregnede gældsforpligtelser, hvor der hæftes solidarisk		10.556	5.591
Fremtidige operationelle leasingforpligtelser:			
Inden for 1 år		2.585	5.519
I alt*		2.585	5.519
Fremtidige lastekontrakter:			
Inden for 1 år		39.169	35.800
Mellem 1-5 år		18.244	28.772
Efter 5 år		58.323	67.545
I alt*		115.736	132.117
Fremtidige operationelle leasingindtægter:			
Inden for 1 år		74.474	131.479
Mellem 1-5 år		35.813	65.296
I alt*		110.287	196.775

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

* I note 21 og 24 "Operationelle leasingforpligtelser" og "Lastekontrakter og operationelle leasingindtægter" er NORDENs forventede andel heraf medtaget.

Koncernen deltager desuden i sædvanlige profit sharing-aftaler for 29 (28) skibe, hvor profit sharing for skibene er 50%. Der er ikke indskudskrav eller væsentlige eventualforpligtelser knyttet til profit sharing-aftaler.

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
13	Tilgodehavender		
	Fragttilgodehavender	115.106	89.782
	Nedskrivning til dækning af tab	-4.220	-7.215
	Fragttilgodehavender, netto	110.886	82.567
	Tilgodehavender hos joint ventures	6.317	726
	Andre tilgodehavender	54.136	44.722
	I alt	171.339	128.015
	Dagsværdien af tilgodehavender udgør:		
	Fragttilgodehavender	110.886	82.567
	Tilgodehavender hos joint ventures	6.317	726
	Andre tilgodehavender	54.136	44.722
	I alt	171.339	128.015
	Udviklingen i nedskrivninger på fragttilgodehavender:		
	Nedskrivninger 1. januar	-7.215	-4.470
	Anvendt i året	825	2.620
	Tilbageførte	4.325	300
	Tilgang i året	-2.155	-5.665
	I alt	-4.220	-7.215
	Fragttilgodehavender, hvorpå der er foretaget nedskrivning til dækning af tab, udgør:	4.747	8.515
	Forfaldne fragttilgodehavender, hvorpå der ikke er foretaget nedskrivning til dækning af tab, udgør:		
	– forfaldne under 3 måneder	3.561	7.108
	I alt	3.561	7.108
	Der forventes ikke at være tab på andre tilgodehavender og tilgodehavender hos joint ventures, hvorfor der ikke er foretaget nedskrivninger herpå.		
	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:		
	USD	151.930	123.343
	DKK	13.682	1.510
	Andre valutaer	5.727	3.162
	I alt	171.339	128.015
14	Værdipapirer		
	Aktier	14.836	2.633
	Obligationer	56.488	35.517
	I alt	71.324	38.150

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
15 Likvide beholdninger			
Anfordringstilgodehavender og kassebeholdning		52.141	44.758
Pengemarkedsplaceringer		279.918	508.940
Øvrige likvide beholdninger		3.809	20.873
Likvide beholdninger ifølge opgørelsen af den finansielle stilling		335.868	574.571
– Heraf bundne likvide beholdninger		0	0
Likvide beholdninger ifølge opgørelsen af pengestrømme		335.868	574.571
Pengemarkedsplaceringer ultimo har en løbetid på op til		191 dage	269 dage
I forbindelse med handel med afledte finansielle instrumenter har NORDEN etableret marginkonti med Norwegian Future and Options Clearing House (NOS), UBS Limited og Danske Bank i form af kon-tanter. Pr. 31. december udgør likvide midler på marginkonti, der er stillet til sikkerhed		3.767	16.197
16 Materielle aktiver bestemt for salg			
Regnskabsmæssig værdi 1. januar		35.377	54.547
Årets tilgang til materielle aktiver bestemt for salg		12	97.277
Årets tilgang fra forudbetalinger på skibe og nybygninger		0	54.996
Årets tilgang fra skibe		0	119.203
Årets afgang		-35.389	-290.646
Regnskabsmæssig værdi 31. december		0	35.377
Der kan specificeres således:			
Skibe		0	35.377
I alt		0	35.377
17 Reserver			
Værdipapirer:			
Dagsværdiregulering 1. januar		-276	-705
Årets dagsværdiregulering, netto		11.346	397
Overført til finansielle poster		374	32
Dagsværdiregulering 31. december		11.444	-276
Pengestrømsafdækninger:			
Dagsværdiregulering 1. januar		7.280	2.941
Årets dagsværdiregulering		-4.746	5.009
Overført til skibe		-7.280	-670
Dagsværdiregulering 31. december		-4.746	7.280
I alt		6.698	7.004

Note Beløb i USD 1.000

18 Egenkapital

Aktiekapitalen består af 43.000.000 stk. à nom. DKK 1. Ingen aktier er tillagt særlige rettigheder eller restriktioner.

Egne aktier

	Antal styk		Nominel værdi (tDKK)		% af aktiekapital	
	2011	2010	2011	2010	2011	2010
1. januar	2.524.820	2.556.495	2.524	2.556	5,66	5,73
Købt	906.800	0	907	0	2,11	0,00
Uddelt/solgt	-45.542	-31.675	-45	-32	-0,11	-0,07
Annulleret	-1.600.000	0	-1.600	0	-3,72	0,00
31. december	1.786.078	2.524.820	1.786	2.524	4,15	5,66

Rederiet kan i henhold til generalforsamlingens bemyndigelse erhverve maksimalt 4.300.000 stk. egne aktier svarende til 10% af aktiekapitalen. Egne aktier erhverves blandt andet med henblik på aktiebaseret vederlæggelse jf. note 27.

Rederiet har i 2011 erhvervet egne aktier 906.800 stk. svarende til en købspris på tDKK 169.982 (tUSD 31.556), samt uddelt medarbejderaktier fra beholdningen af egne aktier 45.542 stk. med en gennemsnitlig anskaffelsessum på tDKK 7.176 (tUSD 1.235). Endvidere har Rederiet annulleret egne aktier 1.600.000 stk. svarende til en nominel værdi på tDKK 1.600 (tUSD 254).

Rederiet uddelte i 2010 medarbejderaktier 31.675 stk. med en gennemsnitlig anskaffelsessum på tDKK 4.991 (tUSD 859). Endvidere frigav Vækstfonden 188.460 stk. aktier mod betaling af tDKK 43.647 (tUSD 7.566).

Rederiets udestående aktier udgør den 1. januar 2011 i alt 42.075.180 stk. á DKK 1 og 31. december 2011 i alt 41.213.922 stk. á DKK 1.

	2011	2010
19 Bankgæld		
Rentebærende forpligtelser omfatter bankgæld, der indgår med følgende poster:		
Afdrag på langfristede forpligtelser inden for 1 år	30.043	43.757
Langfristede forpligtelser mellem 1-5 år	61.505	14.666
Langfristede forpligtelser over 5 år	73.512	0
I alt	165.060	58.423
Pantsætninger og sikkerhedsstillelser afgivet i forbindelse med gældsforpligtelser fremgår af note 23.		
For rentebærende forpligtelser udgør:		
Regnskabsmæssig værdi:		
– Fast forrentede lån	14.667	58.423
– Variabelt forrentede lån	157.399	0
– Låneomkostninger	-7.006	0
I alt	165.060	58.423
Dagsværdi:		
– Fast forrentede lån	14.984	60.313
– Variabelt forrentede lån	157.399	0
I alt	172.383	60.313
20 Forpligtelser relateret til materielle aktiver bestemt for salg		
Modtagne forudbetalinger på solgte skibe og nybygninger	0	7.324
I alt	0	7.324

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

21 Operationelle leasingforpligtelser

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 12 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.

	2011			2010		
	Tørlast	Tank	I alt	Tørlast	Tank	I alt
Inden for 1 år	360.468	99.819	460.287	439.398	114.080	553.478
Mellem 1-5 år	870.877	206.574	1.077.451	948.464	214.219	1.162.683
Efter 5 år	443.409	26.334	469.743	457.679	72.585	530.264
I alt	1.674.754	332.727	2.007.481	1.845.541	400.884	2.246.425

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

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

	2011	2010
22 Ikke indregnede eventualaktiver og eventualforpligtelser		
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 så godt som sikkert, at der ikke er et aktiv.	11.349	10.600
Eventualforpligtelser		
Garantiforpligtelser overstiger ikke	252	244
Rederiet har indgået aftaler om fremtidig levering af nybyggede skibe og købsoptioner m.v. Den samlede kontraktsum forfalder således:		
Inden for 1 år	103.974	276.558
Mellem 2 og 3 år	69.160	92.339
I alt	173.134	368.897
Der er rejst krav mod koncernen 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	3.800	1.300
23 Pantsætninger og sikkerhedsstillelser		
Til sikkerhed for bankgæld	165.060	58.423
er der i skibe (antal)	10	4
med en regnskabsmæssig værdi på	372.499	86.430
registreret pant for	285.580	85.580

Note Beløb i USD 1.000

24 Lastekontrakter og operationelle leasingindtægter

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

	2011			2010		
	Tørlast	Tank	I alt	Tørlast	Tank	I alt
Inden for 1 år	228.915	6.135	235.050	253.128	10.242	263.370
Mellem 1-5 år	217.386	0	217.386	248.587	2.301	250.888
Efter 5 år	134.998	0	134.998	120.896	0	120.896
I alt	581.299	6.135	587.434	622.611	12.543	635.154

Koncernen har operationelle leasingindtægter som udgør:

	2011			2010		
	Tørlast	Tank	I alt	Tørlast	Tank	I alt
Inden for 1 år	163.041	26.604	189.645	202.056	55.199	257.255
Mellem 1-5 år	180.407	14.541	194.948	312.688	15.433	328.121
Efter 5 år	107.403	0	107.403	133.485	0	133.485
I alt	450.851	41.145	491.996	648.229	70.632	718.861

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

25 Finansielle instrumenter**Regnskabsmæssig sikring:**

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

	Kontraktmæssig værdi		Indregnet på egenkapitalen pr. 31. december	
	2011	2010	2011	2010
Cashflow-afdækninger, køb af skibe i JPY				
Valutaterminforretninger, gevinst/tab	0	22.289	0	5.180
Aftaleindlån med gevinst/tab	0	0	0	2.100
I alt	0	22.289	0	7.280

Tab og gevinst på cashflow-afdækningsforretninger vedrørende valutaterminforretninger, der blev ført på reserve for dagsværdi, blev indregnet i opgørelsen af den finansielle stilling på samme tidspunkt som det afdækkede, som et tillæg/fradrag til kostprisen.

Koncernen havde til brug for fremtidige betalinger i JPY omvekslet USD og placeret JPY på aftaleindskud. Pengene var dedikeret til afdækning af enkeltstående betalinger vedrørende køb af skibe.

	2011	2010
Renteswap – cashflow-afdækning:		
Kontraktmæssig værdi (restgæld)	282.642	0
Markedsmæssig værdi:		
Kontrakter med urealiseret tab (passiv)	-4.746	0
Indregnet på egenkapitalen pr. 31. december	-4.746	0

Alle kontrakter er indgået med en restløbetid på op til 8 år fra balancedagen.

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

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

25 Finansielle instrumenter – fortsat

Økonomisk sikring:

Koncernen har pr. 31. december indgået afdækningsforretninger, der ikke opfylder de regnskabsmæssige krav til regnskabsmæssig afdækning, og som er balanceført med følgende beløb:

	2011			2010		
	Aktiver	Forpligtelser	Netto	Aktiver	Forpligtelser	Netto
Råvarer:						
Bunkerhedging	14.198	-2.116	12.082	14.487	-1.201	13.286
Terminslastekontrakter	3.735	0	3.735	13.911	0	13.911
Credit default swaps	0	-506	-506	0	-1.835	-1.835
Dual currency deposits	0	-80	-80	40	0	40
Cross currency swaps	130	-900	-770	0	-1.376	-1.376
Valuta:						
Valutaterminskontrakter	15.355	0	15.355	0	-9.749	-9.749
Renter:						
Renteswaps	0	-938	-938	0	0	0

26 Oplysning om nærtstående parter og transaktioner med disse

Koncernen har ingen nærtstående parter som har kontrol over NORDEN. Dattervirksomheder fremgår af note 31.

Nærtstående parter omfatter bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere 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.

Endvidere omfatter de nærtstående parter joint ventures jf. note 12, hvor NORDEN har betydelig indflydelse.

	2011	2010
Samhandel og mellemværender med nærtstående parter udgør:		
Salg af varer og tjenesteydelser		
– joint ventures	3.556	2.211
Udbytte fra		
– joint ventures	6.994	917
Renteudgifter		
– joint ventures	66	56
Tilgodehavender fra nærtstående parter		
– joint ventures	6.317	726
Gæld til nærtstående parter		
– joint ventures	0	35.896
– bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere	1.366	2.727
Udbytte til nærtstående parter		
– bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere	170	125
– A/S Motortramp	18.892	14.772
– POLYSHIPPING AS	7.763	6.070
– D/S Orients Fond	707	553

Garantier er omtalt i note 12 og note 22.

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

Bestyrelsens, direktionens og andre ledende medarbejders aflønning og aktiebaseret vederlæggelse er omtalt i note 5 og note 27.

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

Note Beløb i USD 1.000**27 Aktiebaseret vederlæggelse****Medarbejderaktier**

I forbindelse med medarbejderaktieordningen for 2011 gav NORDEN 122 aktier til alle medarbejdere, der enten havde eller i løbet af 2011 opnåede mindst 1 års anciennitet. Der blev i alt udloddet 44.774 aktier. Kursen pr. aktie på tildelingstidspunktet var DKK 186,73. Dagsværdien af de tildelte medarbejderaktier, som blev udgiftsført, udgjorde i 2011 tUSD 1.408 (tUSD 1.306)

Aktieoptionsprogram – 2008

Bestyrelsen tildelte den 10. marts 2008 en række ledende medarbejdere aktieoptioner omfattende i alt 446.100 aktier. Optionerne kan udnyttes fra 10. marts 2010 til 10. marts 2012 og giver ret til køb af en aktie pr. option til en udnyttelseskurs, der 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. frem til eventuel udnyttelse. Ved udnyttelse skal direktionen 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.

Aktieoptionerne kan udnyttes, når der er forløbet mindst 2 år og højst 4 år fra de respektive tildelingstidspunkter. Udnyttelse af aktieoptionerne er for direktionen og de ledende medarbejdere betinget af, at den pågældende på udnyttelsestidspunkter er i uopsagt stilling. Der gælder særlige bestemmelser vedrørende sygdom og død.

Aktieoptionsprogram – 2009

Bestyrelsen tildelte den 9. marts 2009 en række ledende medarbejdere aktieoptioner omfattende i alt 379.175 aktier. Optionerne kan udnyttes fra 9. marts 2012 til 9. marts 2015 og giver ret til køb af en aktie pr. option til en udnyttelseskurs, der 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. frem til eventuel udnyttelse. Ved udnyttelse skal direktionen 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.

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

Aktieoptionsprogram – 2010

Bestyrelsen tildelte den 9. marts 2010 en række ledende medarbejdere aktieoptioner omfattende i alt 350.000 aktier. Optionerne kan udnyttes fra 9. marts 2013 til 9. marts 2016 og giver ret til køb af en aktie pr. option til en udnyttelseskurs, der 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. frem til eventuel udnyttelse. Ved udnyttelse skal direktionen 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.

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

Aktieoptionsprogram – 2011

Bestyrelsen tildelte den 2. marts 2011 en række ledende medarbejdere aktieoptioner omfattende i alt 350.000 aktier. Optionerne kan udnyttes fra 2. marts 2014 til 2. marts 2017 og giver ret til køb af en aktie pr. option til en udnyttelseskurs, der fastsættes som et 5-dages gennemsnit af børskursen efter tildelingen med fradrag af alle udbyttebetalinger efter tildelingen og med tillæg på 20% i forhold til markedskurs på tildelingstidspunktet. Ved udnyttelse skal direktionen 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.

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

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

27 Aktiebaseret vederlæggelse – fortsat

Bevægelsen i antallet af udestående aktieoptioner er følgende:

	2011	2010
	Antal optioner	Antal optioner
Udestående 1. januar	1.508.269	1.203.655
Tildelt i perioden	350.000	350.000
Bortfaldet i perioden	-43.984	-45.386
Udløbet i perioden	-407.740	0
I alt	1.406.545	1.508.269

Udestående aktieoptioner sammensættes således pr. 31. december 2011:

	Antal styk			
	Direktion	Andre ledende medarbejdere	Øvrige	I alt
Tildelt 10. marts 2008	72.440	166.320	121.120	359.880
Tildelt 9. marts 2009	102.009	171.009	88.429	361.447
Tildelt 9. marts 2010	89.044	159.988	89.438	338.470
Tildelt 2. marts 2011	79.796	158.690	108.262	346.748
Udestående 31. december 2011	343.289	656.007	407.249	1.406.545

	Pr. option, DKK			
	Udnyttelseskurs pr. 31. december 2011	Tildelingskurs	Antal styk	Udnyttelsesperiode
Tildelt 10. marts 2008	565,95	478,86	359.880	10/3 2010 – 10/3 2012
Tildelt 9. marts 2009	160,05	155,03	361.447	9/3 2012 – 9/3 2015
Tildelt 9. marts 2010	260,86	241,13	338.470	9/3 2013 – 9/3 2016
Tildelt 2. marts 2011	214,39	222,39	346.748	2/3 2014 – 2/3 2017
Udestående 31. december 2011	301,56		1.406.545	

Dagsværdien af tildelte aktieoptioner i 2008, 2009, 2010 og 2011 udgør henholdsvis USD 7,8 mio., USD 2,9 mio., USD 3,3 mio. og USD 3,4 mio., der indregnes i resultatopgørelsen over perioden, hvor retten til optionen optjenes, og modposteres på egenkapitalen. Årets omkostning udgør tUSD 2.733 (tUSD 2.435).

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

- At alle optioner tildeles, og at optionerne udnyttes på tidligst mulige tidspunkt, dog efter 3,25 år for tildelingen i 2011.
- En volatilitet på 42,3% (2008), 59,4% (2009), 50,4 % (2010) og 58,4% (2011).
- En udbyttesats på 3500% (2008), 500% (2009), 500% (2010) og 500% (2011).
- En risikofri rente på 3,70% (2008), 2,21% (2009), 1,67% (2010) og 2,38% (2011).
- En opskrivning af udnyttelseskursen på 8% p.a. for programmerne 2008-2010, og en samlet opskrivning på 20% for 2011 programmet, således at det kun er værdiforøgelsen herudover, som belønnes.

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.

Samlet aktiebaseret vederlæggelse

Årets indregnede omkostning for henholdsvis medarbejderaktier og aktieoptioner udgør tUSD 4.141 (tUSD 3.741).

Note Beløb i USD 1.000

28 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. Alle pengestrømme er ikke-diskonterede.

2011

	Løbetidsprofiler			I alt	Regnskabs- mæssig værdi
	Inden for 1 år	Mellem 1-3 år	Efter 3 år		
Afledte finansielle instrumenter					
Afledte finansielle instrumenter med positiv markedsværdi ¹⁾	30.826	2.034	551	33.411	33.418
Afledte finansielle instrumenter med negativ markedsværdi ¹⁾	-4.990	-744	-753	-6.487	-4.537
Pengestrømssikring med negativ markedsværdi ¹⁾	-1.600	-4.059	-246	-5.905	-4.746
Lån og tilgodehavender målt til amortiseret kostpris					
Likvide beholdninger	335.868	0	0	335.868	335.868
Fragttilgodehavender	110.886	0	0	110.886	110.886
Tilgodehavender hos joint ventures	6.317	0	0	6.317	6.317
Andre tilgodehavender	20.718	0	0	20.718	20.718
I alt	473.789	0	0	473.789	473.789
Finansielle forpligtelser målt til amortiseret kostpris					
Bankgæld*	-31.158	-16.174	-125.051	-172.383	-165.060
Leverandørgæld og anden gæld	-162.561	0	0	-162.561	-162.561
I alt	-193.719	-16.174	-125.051	-334.944	-327.621
Finansielle aktiver, der ikke udgør en del af likviditetsberedskabet					
Finansielle aktiver disponible for salg:					
Aktier ^{2 + 3)}	14.836	0	0	14.836	14.836
Obligationer ²⁾	48.000	16.000	0	64.000	56.488
I alt	62.836	16.000	0	78.836	71.324

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

28 Likviditetsrisiko – fortsat

2010

	Løbetidsprofiler			I alt	Regnskabs- mæssig værdi
	Inden for 1 år	Mellem 1-3 år	Efter 3 år		
Afledte finansielle instrumenter					
Afledte finansielle instrumenter med positiv markedsværdi ¹⁾	26.211	6.374	359	32.944	28.439
Afledte finansielle instrumenter med negativ markedsværdi ¹⁾	-11.163	-4.739	-813	-16.715	-14.160
Pengestrømsikring med positiv markedsværdi ¹⁾	5.180	0	0	5.180	5.180
Lån og tilgodehavender målt til amortiseret kostpris					
Likvide beholdninger	574.571	0	0	574.571	574.571
Fragttilgodehavender	82.567	0	0	82.567	82.567
Tilgodehavender hos joint ventures	726	0	0	726	726
Andre tilgodehavender	11.103	0	0	11.103	11.103
I alt	668.967	0	0	668.967	668.967
Finansielle forpligtelser målt til amortiseret kostpris					
Bankgæld*	-45.260	-15.053	0	-60.313	-58.423
Gæld til joint ventures	-35.896	0	0	-35.896	-35.896
Leverandørgæld og anden gæld	-105.097	0	0	-105.097	-105.097
I alt	-186.253	-15.053	0	-201.306	-199.416
Finansielle aktiver, der ikke udgør en del af likviditetsberedskabet					
Finansielle aktiver disponible for salg:					
Aktier ^{2 + 3)}	2.633	0	0	2.633	2.633
Obligationer ²⁾	10.000	19.300	8.000	37.300	35.517
I alt	12.633	19.300	8.000	39.933	38.150

Note Beløb i USD 1.000**28 Likviditetsrisiko – fortsat**

Finansielle instrumenter målt til dagsværdi opdeles 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.

1) 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 forwardrente- og rater på balancedagen.

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

3) Niveau 3 omfatter unoterede aktier, hvor dagsværdien er baseret på offentliggjort regnskaber. Årets dagsværdiregulering udgør tUSD 12.799.

* Dagsværdien af bankgæld opgjort som nutidsværdien af forventede fremtidige afdrag og rentebetalinger udgør tUSD 172.383 (tUSD 60.313). Som diskonteringsrente ved nutidsværdiberegningen er anvendt en 0-kuponrente med tilsvarende løbetider. Dagsværdien af øvrige poster svarer til regnskabsmæssig værdi. Bankgæld vedrører lån fra Export-Import Bank of China/ Nordea, der løber i 5 år fra indgåelsen og med en rente på 3,96% p.a inkl. garantikommission, samt lån fra BNP Paribas, der løber i 10 år fra indgåelsen, og med en rente på libor plus 1,75%.

29 Ændring i driftskapital

	2011	2010
Beholdninger på skibe	-42.308	-14.357
Tilgodehavender, fragt m.v.	-36.793	30.791
Leverandørgæld og anden gæld m.v.	27.488	53.209
Dagsværdireguleringer af sikringsinstrumenter ført på egenkapitalen	-12.026	4.339
I alt	-63.639	73.982

30 Udbytte

Beløbet til disposition for udbytte udgør: 859.283 939.752

Udbetalt udbytte i 2011 og 2010 udgør henholdsvis tUSD 68.946 (pr. aktie DKK 8) og tUSD 55.621 (pr. aktie DKK 7). Foreslået udbytte for 2011 udgør tUSD 29.936 (pr. aktie DKK 4). Udbytteforslaget for 2011 behandles på generalforsamlingen den 11. april 2012. Udbytteforslaget er ikke indregnet i regnskabet.

31 Dattervirksomheder

De konsoliderede dattervirksomheder er:	Ejerandel	Ejerandel
Norden Shipping Pte. Ltd., Singapore	100%	100%
NORDEN Tankers & Bulkers Inc., USA	100%	100%
NORDEN Tankers & Bulkers Ltd., Brasilien	100%	100%
NORDEN Tankers & Bulkers Pvt. Ltd., Indien	100%	100%
Svalbard Maritime Services AS, Norge	100%	-
Normit Shipping S.A., Panama	51%	51%
Nortide Shipping III Ltd., Bermuda – likvideret	-	100%

32 Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

Der henvises til side 10 i ledelsesberetningen.

RESULTATOPGØRELSE

1. JANUAR – 31. DECEMBER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
	Omsætning	2.067.771	2.035.769
	Andre driftsindtægter, netto	5.213	3.456
	Driftsomkostninger skibe	-1.958.658	-1.918.407
	Andre eksterne omkostninger	-19.480	-17.896
2	Personaleomkostninger	-43.927	-40.330
	Resultat før afskrivninger m.v. (EBITDA)	50.919	62.592
	Salgsavancer skibe m.v.	-449	14.995
7	Afskrivninger	-32.284	-24.599
	Resultat af primær drift (EBIT)	18.186	52.988
8	Indtægt af kapitalandele, dattervirksomheder	86.154	169.291
9	Indtægt af kapitalandele, joint ventures	-329	208
3	Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter	-14.897	30.771
4	Finansielle indtægter	21.088	5.938
5	Finansielle omkostninger	-5.850	-8.986
	Resultat før skat	104.352	250.210
6	Årets skat	-4.838	-4.977
	ÅRETS RESULTAT	99.514	245.233
	Forslag til resultatdisponering:		
	Foreslået udbytte	29.936	63.563
	Reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode	84.370	168.667
	Overført resultat	-14.792	13.003
	I alt	99.514	245.233
	Foreslået udbytte pr. aktie, DKK	4,00	8,00

BALANCE

PR. 31. DECEMBER – AKTIVER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
7	Ejendom og driftsmidler	55.166	54.683
7	Skibe	409.698	303.529
7	Forudbetalinger på skibe og nybygninger	1.362	61.678
	Materielle aktiver	466.226	419.890
8	Kapitalandele i dattervirksomheder	1.148.620	1.070.883
9	Kapitalandele i joint ventures	2.795	3.918
	Finansielle aktiver	1.151.415	1.074.801
	Langfristede aktiver	1.617.641	1.494.691
	Beholdninger	76.637	42.284
	Fragttilgodehavender	81.754	67.842
	Tilgodehavender hos dattervirksomheder	50.276	4.080
	Tilgodehavender hos joint ventures	424	274
	Selskabsskat	307	1.669
	Andre tilgodehavender	48.213	34.644
	Periodeafgrænsningsposter	46.709	50.154
	Tilgodehavender	227.683	158.663
	Værdipapirer	71.324	38.150
10	Likvide beholdninger	328.165	523.473
		703.809	762.570
11	Materielle aktiver bestemt for salg	0	0
	Kortfristede aktiver	703.809	762.570
	AKTIVER	2.321.450	2.257.261

BALANCE

PR. 31. DECEMBER – PASSIVER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
12	Aktiekapital	6.833	7.087
	Reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode	1.128.236	1.051.146
	Overført resultat	829.347	876.189
	Foreslået udbytte for regnskabsåret	29.936	63.563
	Egenkapital	1.994.352	1.997.985
13	Bankgæld	135.017	14.666
	Langfristede forpligtelser	135.017	14.666
13	Bankgæld	30.043	43.757
	Leverandører af varer og tjenesteydelser	108.431	73.780
	Gæld til tilknyttede virksomheder	1.340	45.964
	Gæld til joint ventures	0	23.000
	Anden gæld	32.731	26.588
	Periodeafgrænsningsposter	19.536	31.521
	Kortfristede forpligtelser	192.081	244.610
	Forpligtelser	327.098	259.276
	PASSIVER	2.321.450	2.257.261

Øvrige noter:

- 1 Anvendt regnskabspraksis
- 14 Operationelle leasingforpligtelser
- 15 Lastekontrakter og operationelle leasingindtægter
- 16 Ikke indregnede eventualaktiver og eventualforpligtelser
- 17 Pantsætninger og sikkerhedsstillelser
- 18 Finansielle instrumenter
- 19 Aktiebaseret vederlæggelse
- 20 Oplysning om nærtstående parter og transaktioner med disse
- 21 Styring af risici

EGENKAPITALOPGØRELSE

1. JANUAR – 31. DECEMBER

Note Beløb i USD 1.000

	Aktiekapital	Reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt
Egenkapital 1. januar 2011	7.087	1.051.146	876.189	63.563	1.997.985
Årets resultat	-	84.370	-14.792	29.936	99.514
Dagsværdireguleringer ført via egenkapitalen, sikringsinstrumenter	-	-	-4.746	-	-4.746
8 Dagsværdireguleringer i dattervirksomheder	-	-7.280	-	-	-7.280
Kapitalnedsættelse	-254	-	254	-	0
12 Køb af egne aktier	-	-	-31.556	-	-31.556
Udloddet udbytte	-	-	-	-68.946	-68.946
Udbytte egne aktier	-	-	-	5.240	5.240
Kursregulering, udbetalt udbytte	-	-	-143	143	0
19 Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	4.141	-	4.141
Egenkapitalbevægelser	-254	77.090	-46.842	-33.627	-3.633
Egenkapital 31. december 2011	6.833	1.128.236	829.347	29.936	1.994.352

	Aktiekapital	Reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt
Egenkapital 1. januar 2010	7.087	878.140	859.563	60.153	1.804.943
Årets resultat	-	168.667	13.003	63.563	245.233
8 Dagsværdireguleringer i dattervirksomheder	-	4.339	-	-	4.339
12 Køb af egne aktier	-	-	-7.566	-	-7.566
Udloddet udbytte	-	-	-	-55.621	-55.621
Udbytte egne aktier	-	-	-	2.916	2.916
Kursregulering, udbetalt udbytte	-	-	7.448	-7.448	0
19 Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	3.741	-	3.741
Egenkapitalbevægelser	0	173.006	16.626	3.410	193.042
Egenkapital 31. december 2010	7.087	1.051.146	876.189	63.563	1.997.985

NOTER

1. Anvendt regnskabspraksis

NORDEN aflægger moderselskabsregnskabet for Dampskibsselskabet NORDEN A/S i overensstemmelse med den danske årsregnskabslovs (ÅRL) bestemmelser for klasse D virksomheder, og de krav NASDAQ OMX København A/S i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede virksomheder.

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

Resultatopgørelsen og balancen

Resultat af kapitalandele i dattervirksomheder og joint ventures

I moderselskabets resultatopgørelse indregnes den forholdsmæssige andel af resultatet under posterne "Indtægt af kapitalandele, dattervirksomheder" og "Indtægt af kapitalandele, joint ventures".

Kapitalandele i dattervirksomheder og joint ventures

Kapitalandele i dattervirksomheder og joint ventures indregnes og måles efter den indre værdis metode.

I balancen indregnes under posten "Kapitalandele i dattervirksomheder" og "Kapitalandele i joint ventures" den forholdsmæssige ejerandel af virksomhedernes regnskabsmæssige indre værdi.

Den samlede nettoopskrivning af kapitalandele i dattervirksomheder og joint ventures henlægges via overskudsdisponeringen til "Reserve for nettoopskrivning efter den indre værdis metode" under egenkapitalen. Reserven reduceres med udbyttebetalinger til moderselskabet og reguleres med andre egenkapitalbevægelser i dattervirksomheder og joint ventures.

Dattervirksomheder og joint ventures med negativ indre værdi indregnes til USD 0 mio., og der indregnes en hensat forpligtelse til at dække den negative balance.

Værdipapirer

Aktier og obligationer, der besiddes med henblik på salg, indregnes under kortfristede aktiver til dagsværdi på handelsdatoen og måles efterfølgende til børskurs for børsnoterede papirer og til dagsværdi ved brug af en værdiansættelsesmetode for unoterede værdipapirer. Værdireguleringer indregnes under finansielle poster i resultatopgørelsen.

Øvrig regnskabspraksis

Med henvisning til årsregnskabslovens bestemmelser har Selskabet i moderselskabsregnskabet undladt at udarbejde en pengestrømsopgørelse samt at præsentere segmentoplysninger og oplysninger om honorar til generalforsamlingsvalgt revisor. Der henvises til koncernregnskabet for Dampskibsselskabet NORDEN A/S. For øvrig regnskabspraksis henvises til beskrivelsen i note 1 "Væsentlig anvendt regnskabspraksis" i koncernregnskabet.

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
2	Personaleomkostninger		
	Landbaserede medarbejdere:		
	Vederlag, gager og hyre	22.282	21.602
	Pensioner – bidragsbaserede ordninger	1.539	1.635
	Andre omkostninger, social sikring	245	262
	Aktiebaseret vederlæggelse	3.877	3.419
	I alt	27.943	26.918
	Søfolk:		
	Vederlag, gager og hyre	13.762	11.627
	Pensioner – bidragsbaserede ordninger	1.818	1.436
	Andre omkostninger, social sikring	404	349
	I alt	15.984	13.412
	I alt	43.927	40.330
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere, landbaserede medarbejdere	161	148
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere, søfolk	370	312
	I alt	531	460
	Gennemsnitligt antal beskæftigede medarbejdere opgøres eksklusive beskæftigede på T/C-skibe.		
	For vederlag til direktionen og bestyrelsen henvises til note 5 i koncernregnskabet.		
	Der henvises i øvrigt til note 27 i koncernregnskabet, hvor aktiebaseret vederlæggelse er omtalt.		
3	Dagsværdiregulering af visse sikringsinstrumenter		
	Dagsværdiregulering af afledte finansielle sikringsinstrumenter, som ikke opfylder de regnskabsmæssige kriterier for behandling som sikringsinstrumenter, udgør:		
	Bunkerhedging:		
	2010	0	-4.290
	2011	31.440	4.609
	2012	6.746	2.144
	2013	370	343
	2014	41	158
	2015	-32	0
	2016	-41	0
	2017	-44	0
	2018	-48	0
		38.432	2.964
	Realiseret dagsværdiregulering reklassificeret til "Driftsomkostninger skibe"	-39.636	-5.138
		-1.204	-2.174
	Forward Freight Agreements:		
	2010	0	764
	2011	32.193	15.149
	2012	1.979	1.282
	2013	474	0
		34.646	17.195
	Realiseret dagsværdiregulering reklassificeret til "Omsætning"	-48.339	15.750
		-13.693	32.945
	I alt	-14.897	30.771

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
4	Finansielle indtægter		
	Aktieudbytter	11	3
	Renteindtægter	6.205	5.476
	Derivater, økonomisk sikring	923	0
	Værdipapirer	12.096	459
	Valutakursreguleringer	1.853	0
	I alt	21.088	5.938
5	Finansielle omkostninger		
	Renteomkostninger, langfristet gæld m.v.	5.850	2.712
	Derivater, økonomisk sikring	0	609
	Valutakursreguleringer	0	5.665
	I alt	5.850	8.986
6	Skat		
	Skat af årets resultat	5.392	4.934
	Regulering til tidligere års skat	-554	43
	I alt	4.838	4.977
	Skat af årets resultat forklares således:		
	Resultat før skat, ekskl. resultat i dattervirksomheder og joint ventures	18.527	80.711
	– heraf under tonnageskat	-3.289	-76.810
		15.238	3.901
	Beregnet skat heraf, 25%	3.810	975
	Skatteeffekt af:		
	– Skibsavancer	0	1.069
	– Ikke skattepligtige indtægter/omkostninger	-2.931	0
	– Andet	997	0
		1.876	2.044
	Tonnageskat	3.516	2.890
	I alt	5.392	4.934
	Rederiet har valgt at fortsætte i tonnageskatteordningen pr. 1. januar 2011 med bindende virkning i 10 år.		
	Hvis Rederiets nettoinvesteringer i skibe falder væsentligt, eller Selskabet likvideres, udløses eventualskatten fra tiden inden indtræden i tonnageskatteordningen.		
	Eventualskat under tonnageskatteordningen	18.544	18.544
	Eventualskat er beregnet med 25% svarende til den aktuelle skattesats.		

Note Beløb i USD 1.000

7 Materielle aktiver

2011	Skibe	Ejendom og driftsmidler	Forudbetalinger på skibe og nybygninger	I alt
Kostpris 1. januar	373.205	67.049	61.678	501.932
Årets tilgang	55.765	4.058	27.070	86.893
Årets afgang	0	0	0	0
Overførsler i årets løb	79.113	0	-79.113	0
Overførsler i årets løb, andre poster	0	0	-861	-861
Overførsler i årets løb til skibe, koncern	0	0	-7.412	-7.412
Kostpris 31. december	508.083	71.107	1.362	580.552
Afskrivninger 1. januar	-69.676	-12.366	0	-82.042
Årets afskrivninger	-28.709	-3.575	0	-32.284
Tilbageførte afskrivninger på afhændede aktiver	0	0	0	0
Afskrivninger 31. december	-98.385	-15.941	0	-114.326
Regnskabsmæssig værdi 31. december	409.698	55.166	1.362	466.226

Aktiverede låneomkostninger på skibe USD 0 mio. Forsikringssum på skibe USD 484 mio.

2010	Skibe	Ejendom og driftsmidler	Forudbetalinger på skibe og nybygninger	I alt
Kostpris 1. januar	379.017	64.562	31.724	475.303
Årets tilgang	35.659	2.540	37.613	75.812
Årets afgang	0	-53	-87	-140
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	-41.471	0	-652	-42.123
Overførsler i årets løb til skibe, koncern	0	0	-6.920	-6.920
Kostpris 31. december	373.205	67.049	61.678	501.932
Afskrivninger 1. januar	-60.583	-9.670	0	-70.253
Årets afskrivninger	-21.879	-2.720	0	-24.599
Tilbageførte afskrivninger på afhændede aktiver	0	24	0	24
Overførsler i årets løb til materielle aktiver bestemt for salg	12.786	0	0	12.786
Afskrivninger 31. december	-69.676	-12.366	0	-82.042
Regnskabsmæssig værdi 31. december	303.529	54.683	61.678	419.890

Aktiverede låneomkostninger på skibe USD 0 mio. Forsikringssum på skibe USD 498 mio.

Der henvises til note 17 om sikkerhedsstillelser i skibe.

NOTER

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
8	Kapitalandele i dattervirksomheder		
	Kostpris 1. januar	18.312	18.312
	Årets tilgang	24	0
	Årets afgang	-500	0
	Kostpris 31. december	17.836	18.312
	Værdireguleringer 1. januar	1.052.571	878.941
	Andel af årets resultat	86.154	169.291
	Dagsværdireguleringer i dattervirksomheder ført over egenkapitalen	-7.280	4.339
	Tilbageført værdiregulering på årets afgang	-661	0
	Værdireguleringer 31. december	1.130.784	1.052.571
	Regnskabsmæssig værdi 31. december	1.148.620	1.070.883
	Dattervirksomheder er:	Ejerandel	Ejerandel
	Norden Shipping Pte. Ltd., Singapore	100%	100%
	NORDEN Tankers & Bulkera Inc., USA	100%	100%
	NORDEN Tankers & Bulkera Ltd., Brasilien	100%	100%
	NORDEN Tankers & Bulkera Pvt. Ltd., Indien	100%	100%
	Svalbard Maritime Services AS, Norge	100%	-
	Normit Shipping S.A., Panama	51%	51%
	Nortide Shipping III Ltd., Bermuda – likvideret	-	100%
	For garantier vedrørende dattervirksomheder henvises til note 16. Der er ikke væsentlige restriktioner på udlodning fra dattervirksomhederne.		
9	Kapitalandele i joint ventures		
	Kostpris 1. januar	5.343	5.343
	Kostpris 31. december	5.343	5.343
	Værdireguleringer 1. januar	-1.425	-801
	Andel af årets resultat	-329	208
	Udloddet udbytte	-794	-832
	Værdireguleringer 31. december	-2.548	-1.425
	Regnskabsmæssig værdi 31. december	2.795	3.918
	Garantier vedrørende joint ventures	0	0
	Betalingsforpligtelser vedrørende joint ventures	0	0

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
9	Kapitalandele i joint ventures – fortsat		
	Kapitalandele i joint ventures omfatter:	Ejerandel	Ejerandel
	Norient Product Pool ApS, Danmark	50%	50%
	Norient Cyprus Ltd., Cypern	50%	50%
	Hovedtallene (100%) for joint ventures er:		
	Omsætning og øvrige indtægter	10.305	10.284
	Omkostninger	10.963	9.866
	Langfristede aktiver	2.669	4.128
	Kortfristede aktiver	8.182	7.350
	Kortfristede forpligtelser	6.914	4.958
	Der er ikke væsentlige restriktioner på udlodning fra joint ventures.		
	Moderselskabet deltager desuden i sædvanlige profit sharing-aftaler for 24 (24) skibe, hvor profit sharing for skibene er 50%. Der er ikke indskudskrav eller væsentlige eventualforpligtelser knyttet til profit sharing-aftaler.		
10	Likvide beholdninger		
	I forbindelse med handel med afledte finansielle instrumenter, har NORDEN etableret marginkonti med Norwegian Future and Options Clearing House (NOS), UBS Limited og Danske Bank i form af kontanter. Pr. 31. december udgør likvide midler på marginkonti, der er stillet til sikkerhed	3.767	16.197
11	Materielle aktiver bestemt for salg		
	Regnskabsmæssig værdi 1. januar	0	360
	Årets tilgang til materielle aktiver bestemt for salg	0	2.017
	Årets tilgang fra forudbetalinger på skibe og nybygninger	0	652
	Årets tilgang fra skibe	0	28.685
	Årets afgang	0	-31.714
	Regnskabsmæssig værdi 31. december	0	0

NOTER

Note Beløb i USD 1.000

12 Aktiekapital

Aktiekapitalen består af 43.000.000 stk. à nom. DKK 1. Ingen aktier er tillagt særlige rettigheder eller restriktioner. Der har ikke været ændringer i selskabskapitalen i de 4 foregående regnskabsår.

Egne aktier

	Antal styk		Nominel værdi (tDKK)		% af aktiekapital	
	2011	2010	2011	2010	2011	2010
1. januar	2.524.820	2.556.495	2.524	2.556	5,66	5,73
Købt	906.800	0	907	0	2,11	0,00
Uddelt/solgt	-45.542	-31.675	-45	-32	-0,11	-0,07
Annuleret	-1.600.000	0	-1.600	0	-3,72	0,00
31. december	1.786.078	2.524.820	1.786	2.524	4,15	5,66

Rederiet kan i henhold til generalforsamlingens bemyndigelse erhverve maksimalt 4.300.000 stk. egne aktier svarende til 10% af aktiekapitalen. Egne aktier erhverves blandt andet med henblik på aktiebaseret vederlæggelse jf. note 27 i koncernregnskabet.

Rederiet har i 2011 erhvervet egne aktier 906.800 stk. svarende til en købspris på tDKK 169.982 (tUSD 31.556), samt uddelt medarbejderaktier fra beholdningen af egne aktier 45.542 stk. med en gennemsnitlig anskaffelsessum på tDKK 7.176 (tUSD 1.235). Endvidere har Rederiet annulleret egne aktier 1.600.000 stk. svarende til en nominal værdi på tDKK 1.600 (tUSD 254).

Rederiet uddelte i 2010 medarbejderaktier 31.675 stk. med en gennemsnitlig anskaffelsessum på tDKK 4.991 (tUSD 859). Endvidere frigav Vækstfonden 188.460 stk. aktier mod betaling af tDKK 43.647 (tUSD 7.566).

Rederiets udestående aktier udgør den 1. januar 2011 i alt 42.075.180 stk. á DKK 1 og 31. december 2011 i alt 41.213.922 stk. á DKK 1.

	2011	2010
13 Bankgæld		
Afdrag inden for 1 år	30.043	43.757
Afdrag mellem 1-5 år	61.505	14.666
Afdrag over 5 år	73.512	0
I alt	165.060	58.423
14 Operationelle leasingforpligtelser		
Operationelle leasingforpligtelser vedrørende skibe	1.191.253	1.808.880
I alt	1.191.253	1.808.880
15 Lastekontrakter og operationelle leasingindtægter		
Lastekontrakter	590.568	635.154
Operationelle leasingindtægter	383.723	690.426
I alt	974.291	1.325.580

Note	Beløb i USD 1.000	2011	2010
16	Ikke indregnede eventualaktiver og eventualforpligtelser		
	Eventualaktiver		
	Koncernen har rejst krav imod tredjemand vedrørende manglende overholdelse af indgåede lasteaftaler m.v. Rederiet og dets 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 Rederiets kontrol, og dermed er det så godt som sikkert, at der ikke er et aktiv.	11.349	10.600
	Eventualforpligtelser		
	Garantiforpligtelser overstiger ikke	152	144
	Garantier over for dattervirksomheder	1.379.568	1.290.340
	Rederiet har indgået aftaler om fremtidig levering af nybyggede skibe og erklærede købsoptioner m.v. Den samlede kontraktsum forfalder således:		
	Inden for 1 år	0	64.926
	I alt	0	64.926
	Der er rejst krav mod koncernen 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	3.800	1.300
17	Pantsætninger og sikkerhedsstillelser		
	Til sikkerhed for bankgæld	165.060	58.423
	er der i skibe (antal)	6	4
	med en regnskabsmæssig værdi på	178.615	86.430
	registreret pant for	152.126	85.580
	Udover ovennævnte har dattervirksomheden Norden Shipping Singapore Pte. Ltd. afgivet pant i 4 skibe med en regnskabsmæssig værdi på tUSD 193.884. Desuden garanterer dattervirksomheden for gældsforpligtelser i moderselskabet, som på balancedagen udgør tUSD 157.399.		
18	Finansielle instrumenter		
	Der henvises i al væsentlighed til note 25 i koncernregnskabet.		
19	Aktiebaseret vederlæggelse		
	Der henvises til note 27 i koncernregnskabet.		
20	Oplysning om nærtstående parter og transaktioner med disse		
	Der henvises til note 26 i koncernregnskabet.		
21	Styring af risici		
	Der henvises til note 2 i koncernregnskabet.		

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 nøgletalsoversigten 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. balancedagen
EBITDA	=	Indtjening før salgsavancer, renter, 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	=	$\frac{\text{Aktiekurs ultimo pr. aktie á DKK 1}}{\text{Indre værdi pr. aktie á DKK 1}}$
Net Asset Value (NAV) pr. aktie	=	$\frac{\text{Egenkapital ekskl. minoritetsinteresser} + \text{merværdier af skibe og skibe i ordre i forhold til regnskabsmæssig værdi, ultimo}}{\text{Antal aktier ekskl. egne aktier, ultimo}}$
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	=	$\frac{\text{Egenkapital ultimo ekskl. minoritetsinteresser} \times 100}{\text{Samlede aktiver}}$
Total Shareholder Return	=	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	=	$\frac{\text{Udbytte per aktie} \times 100}{\text{Aktiekurs}}$
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 beskæftiget.
- B Baltic Exchange Clean Tanker Index (BCTI)** Indeks på udviklingen i produkttankruter på udvalgte ruter for Handysize, MR og LR1.
- Baltic Exchange Dry Index (BDI)** Indeks på udviklingen i tørlastrater på udvalgte ruter for Handysize, Supramax, Panamax og Capesize.
- Bunker** Brændstof til skibene.
- Bunkerhedging** Terminsaftale om køb/salg af bunkerolie til en i forvejen aftalt pris.
- C Capesize** Tørlastskib i størrelsen over 120.000 tdw.
- Carbon Disclosure Project** Organisation, der registrerer virksomheders informationer om især CO₂.
- Certeparti/Charterparty** Aftale mellem reder og befragter gældende for et læn- gere tidsrum eller for en enkelt rejse.
- Clarksons** Skibsmæglerfirma.
- CO₂** Kuldiioxid.
- COA (Contract of Affreightment/ lastekontrakt)** Aftale om transport af en eller flere laster til en i forvejen aftalt pris pr. ton.
- CSR (Corporate Social Responsibility)** Virksomheders sociale ansvar.
- D Dobbeltkroget skib** Skib med både ydre og indre skrog. Giver ekstra beskyttelse ved f.eks. kollision.
- E EBIT** Driftsresultat før finansielle poster og skat.
- EBITDA** Driftsresultat før salgsvancer, renter, skat, afskrivninger og amortisering.
- F FFA (Forward Freight Agreement/ terminslastekontrakt)** Terminsaftale om køb/salg af fremtidige fragtrater for en given skibstype og rute til en i forvejen aftalt pris.
- Fremdrivningsmodstand** Den effekt, hovedmotoren skal levere, for at skubbe skibet gennem vandet.
- H Handymax** Tørlastskib på 40.000-65.000 tdw.
- 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** Den Internationale Valutafond.
- IMO** International Maritime Organisation. Søfartsorganisation under FN.
- K Kerneflåde** Egne skibe og langtidsindbefragtede skibe med købsoption.
- Kommerciel management** Aftale om at beskæftige et skib for reders regning og risiko.
- Korttidscharter** Aftale om leje af skib, der løber i mindre end 3 år.
- KPI** Key Performance Indicator.
- Købsoption** En ret, men ikke en pligt, til at købe et skib til en aftalt pris.
- L Langtidscharter** Aftale om leje af skib i mere end 3 år.
- Lastekontrakt** Se COA.
- Linjefart** Sejlads på faste ruter.
- LR1 (long range) tanker** Produkttankskib på 60.000-85.000 tdw.
- M MOEPS** Master's Operations Environmental Performance System.
- MR (medium range) tanker** Produkttankskib på 42.000-60.000 tdw.
- MSI** Maritime Strategies International Ltd.
- N NO_x** Kvælstofoxiderne NO og NO₂.
- O OECD** Organisationen for økonomisk samarbejde og udvikling med fokus på markedsøkonomi.
- 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 ret til teknisk inspektion af fremmede skibe.
- Post-Panamax** Tørlastskib på 85.000-120.000 tdw.
- Produkttank** Sejlads med raffinerede olieprodukter som benzin, flybenzin, nafta, diesel og gasolier.
- 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.
- 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 (timecharterækvivalent)** 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 fragteterspørgsel. Udregnes som lastemængde gange tilbagelagt distance i sømil.
- Trampfart** Sejlads uden fastlagt 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.

Dampskibsselskabet NORDEN A/S

Strandvejen 52
2900 Hellerup
Danmark

Telefon: +45 3315 0451

Fax: +45 3315 6199

www.ds-norden.com

CVR-nr. 67 75 89 19

24*7 seas