

XXX ApS

Mols Linjen A/S

Kursmål: 141 DKK

Aktiekurs: 60 DKK

Upside: 135 %

XXX ApS**Disclaimer:**

Denne analyse er skrevet og udgivet af XXX Research ApS. Analysen er baseret på research, regnskaber, interviews, field research, analytikerrapporter mv. Rapporten indeholder XXX Research egne meninger, forudsætninger og holdninger. XXX Reserch garanterer ikke for korrektheden af indholdet i denne rapport heraf.

Researchen er oftest lavet over en løbende periode på 6-12 måneder før publiceringen af rapporten.

Denne rapport skal ikke ses som en køb, hold eller salg anbefaling af den pågældende aktie. XXX Research ApS er ikke en registreret investeringsrådgiver og giver på baggrund heraf ingen anbefaler om konkrete aktier. Rapporten skal ses som journalistisk research.

XXX Research er under ingen omstændigheder ansvarlig for tab som følge af investeringer baseret på brugen af denne rapport.

Læsere af rapporten bør forudsætte at XXX Holding ApS eller dets datterselskaber på analysetidspunktet ejer aktier i det analyserede selskab. XXX Holding fraskriver sig retten til at købe eller sælge aktier i selskabet i op 72 timer efter denne rapport er publiceret på selskabets hjemmeside. Derefter forbeholder XXX Holding ApS eller dets datterselskaber sig retten til at købe eller sælge aktier i selskabet uden nærmere notifikationer herom.

Rapporten er udarbejdet af XXX med assistance fra øvrige researchere hos XXX Research ApS. Researchere, herunder XXX, ejer ikke på analysetidspunktet aktier i det analyserede selskab udover via deres investering i XXX Holding ApS.

Denne analyserapport forventes frigivet på selskabets hjemmeside over for selskabets aktionærer og abonnenter.

Rapporten vil derefter forblive tilgængelig og vil ikke blive taget af hjemmesiden.

XXX Research har muligheder for og vil i de fleste tilfælde løbende følge op på de analyserede cases, opdatere kursmål på aktierne mv. XXX Research er dog ikke forpligtede til dette og kan i enkelte tilfælde undgå at kommentere yderligere på en aktie efter den første analyse er udsendt. XXX Research har ikke pligt til at orientere læsere om ændringer i kursmål til den pågældende aktie.

XXX ApS

Indholdsfortegnelse

Disclaimer:	2
Om Mols Linjen:.....	4
Historisk turn around:	5
Nye færger:.....	7
Indtog fra kapitalfonden Polaris:.....	9
Aktier var strandet hos Finansiell stabilitet:.....	9
Polaris kan levere forventede resultater:.....	10
Polemikken er overgjort:.....	10
Bestyrelse og ledelse:	12
Ledelsen:.....	12
Bestyrelsen:	12
Troværdighed:	13
SWOT analyse:.....	15
Fremtidsudsigter:	16
En behagelig rejse:.....	16
Nye færger giver nye muligheder:.....	16
Konkurrence med Storebælt:	17
Forskel i rejsetid:	17
Prisforskelle:	19
Afslappelse:	21
Femern og tog stopper Storebælt konkurrence:.....	22
Trafikdriften historisk:	22
Rente og marginpotentiale:.....	25
Lave oliepriser giver massivt rygstød:	28
Field Research:.....	32
Kundeanmeldelser:.....	33
Billig værdiansættelse:	34
P/E:	34
EV / EBITDA:.....	36
DCF:.....	36
Opsummering:	38
Konklusion:	39
Risici til casen:.....	40

XXX ApS**Om Mols Linjen:**

Et vigtigt udtryk inden for investeringer er, at man skal investere i noget man forstår og kender til. På den måde har man en god fornemmelse af hvordan de virksomheder man har investeret i tjener sine penge og kan sove bedre om natten.

Mols Linjen er en forretning alle personer kan forstå. Fragt af mennesker fra A til B er simpel forretning, den er dog stadig svær hvis ikke den gøres på den bedst mulige måde.

Mols Linjen har over de seneste år leveret en fantastisk turn around historie og står nu som et selskab med en infrastruktur i spil som er klar til at levere vedvarende flotte resultater til aktionærene.

Forretningen Mols Linjen er som vi nævner en simpel forretning – De fragter mennesker fra Århus og Æbletoft i Jylland over Kattegat til Sjællands Odde på Sjælland. Dette har de historisk kun kunnet gøre med blandet succes – der er dog flere fundamentale forhold der har ændret sig til at vi mener Mols-linjen fremadrettet vil være en varigt indtjenende pengemaskine. Disse forhold vil blive gennemgået i denne analyserapport.

Den vigtigste årsag er at der på Sjællandssiden ved Sjællands Odde er blevet færdigbygget vigtig infrastruktur herunder en større motortrafikvej der gør trafikken herfra og ind til København langt nemmere. Dette har gjort rejsen mere behagelig og mere konkurrencedygtig – samtidig har Mols-linjen over de senere år virkelig fået fat i de forretningsrejsende – et segment der er rigtig god indtjening i. Mols-linjen har samtidig fået indsat en stærk ledelse som har vist en god evne til at eksekvere og levere flotte resultater.

Samtidigt er der kommet en ny storaktionær i kapitalfonden Polaris Private Equity som også er blevet valgt ind i bestyrelsen. Dette vil vi gennemgå nærmere senere – men blot konstatere at en stærk storaktionær med en god viden der arbejder for at skabe værdi for aktionærene er vigtigt for alle selskaber – og forhåbentligt også bliver det for Mols-linjen.

XXX ApS**Historisk turn around:**

Mols-linjen har over de sidste 5 års tid været igennem en helt fantastisk turn around proces. Det flotte ved denne turn around har været at den ikke blot har gået ud på at nedbringe omkostninger og nedbringe arbejdskapital – det har været en case hvor man har investeret sig ud af krisen og ind i fremtiden. Derfor står Mols-linjen ikke som en klassisk turn around hvor der blot er blevet trimmet ind til benet – i Mols-linjen er der blevet foretaget store investeringer – der nu positionerer Mols-linjen mod en fremtidig vækst. Mols linjens turn around har været formidabel jf. nedenstående chart der viser de seneste 4 års antal overførte personbilsenheder:



1

Disse meget lovende takter er fortsat ind i 2015. I første halvår af 2015 er antallet af personbilsenheder i forhold til første halvår af 2014 steget med hele 8,6 %. Selskabets forretningsmodel er meget skalerbar. Deres faste omkostninger til salg, administration mv. er faste ligesom deres omkostninger til havneanlæg, billetterterminaler mv. er stort set uafhængige af antallet af overgange. Det Mols-linjen har haft stor succes med har været at lave flere og flere overgange, via større og større skibe (der kan tage flere personbilsenheder pr. stk.), løbende at skabe højere belægnings, samt sejle hurtigere.

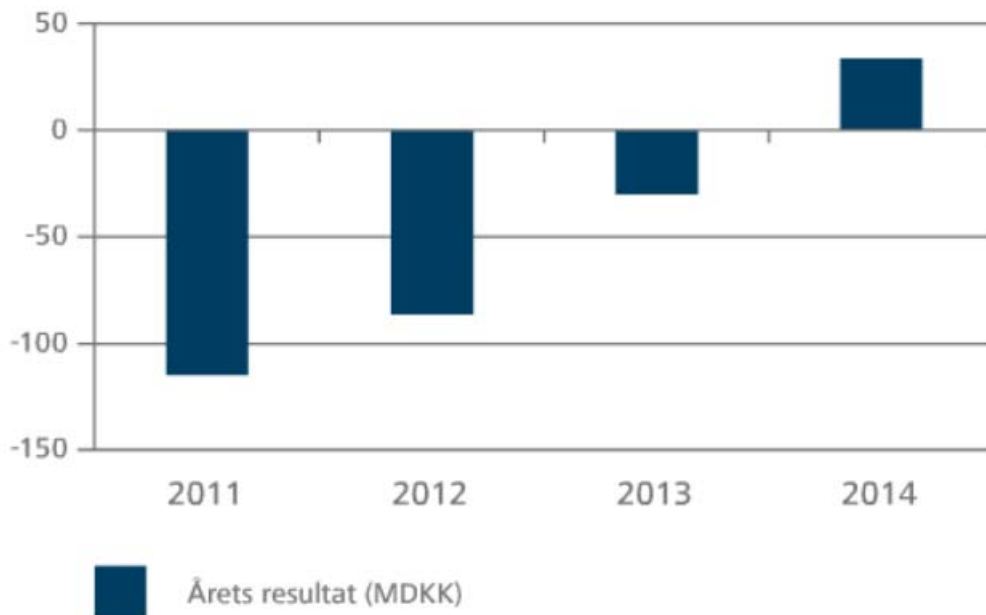
Den høje efterspørgsel er også hvad der har gjort at Mols-linjen har bestilt en helt ny hurtigfærge til at erstatte den gamle færge Max-Mols. Dette vil gøre at man kan øge kapaciteten her ved at have en ekstra

¹ Mols Linjen Årsrapport 2014

XXX ApS

færge i spil og dermed kan have endnu flere afgang. De helt populære business ruter vil man så kunne have afgang med høj belægning meget kort efter hinanden (der ofte helt fulde i dag).

Denne skalerbarhed i forretningen samt nedbringelse af omkostninger har hjulpet på bundlinjen og gjort at deres turn around nu også virkelig kommer aktionærene til gode:



2

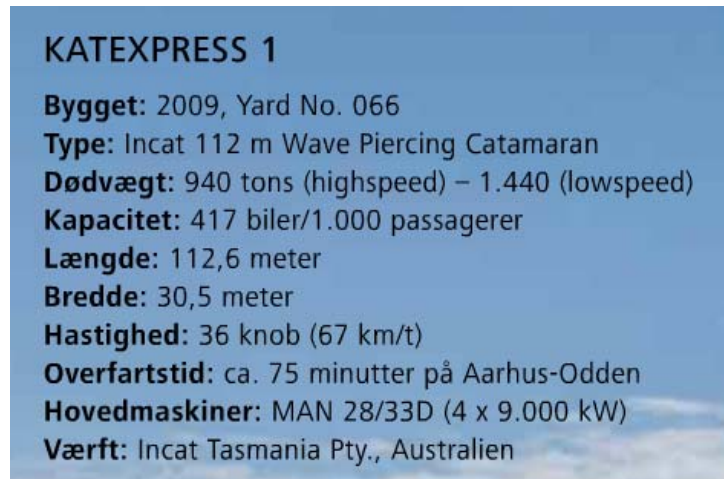
Som det ses er bundlinjen gået fra et stort minus på over 100 millioner til et overskud på 30 millioner i 2014. For 2015 forventer Mols-linjen nu 70 millioner ca. og for 2016 ca. 100 millioner. Ud fra den research vi har lavet af 2016 og især 2017 kan vi se at dette kun er starten og at det bliver meget bedre end først antaget.

² Mols Linjen Årsrapport 2014

XXX ApS**Nye færger:**

Mols linjen har selv erkendt at efterspørgslen efter deres ydelser er så store at de bliver nødt til at få en ny færge leveret i 2017 for at kunne imødegå efterspørgslen.

Mols har pt. følgende 3 færger:



Denne færge Katexpress 1 var den første hurtigfærge Mols-linjen indkøbte i 2009 som blev starten på den flotte turn around de har lavet. Med plads til 417 personbiler er kapaciteten her næsten dobbelt så stor som på den gamle Max-Mols færge.



³ Mols Linjen Årsrapport 2015

⁴ Mols Linjen Årsrapport 2015

XXX ApS

Katexpress 2 blev færdigbygget i 2013 og har været en vigtig del af turn arounden i Mols-linjen. De to Katexpressfærger er langt mere venlige over for forretningsrejsende med specifikke tilbud hertil, såsom stillezoner, business lounges etc. Dette gør at Mols-linjen med disse færger har fået nemmere ved at jage dette businesssegment.

MAX MOLS
Bygget: 1998, Yard No. 048
Type: Incat 91 m Wave Piercing Catamaran
Dødvægt: 509 ton
Kapacitet: 220 biler/780 passagerer
Længde: 91,3 meter
Bredde: 26 meter
Hastighed: 45 knob (84 km/t)
Overfartstid: ca. 75 minutter på Aarhus-Odden og ca. 50 minutter på Ebeltoft-Odden ruten
Hovedmaskiner: 4 x Ruston 20RK270 - 4 x 7.080 kW
Værft: Incat Tasmania Pty., Australien

Max Mols er Mols-linjens ældste færge helt tilbage fra 1998. Det skal dog her bemærkes at færgen for kun få år siden blevet fuldstændig ombygget indvendigt og derfor fremstår fin i dag (Vi har via field research haft færgeoverfarter med alle færgerne). Som tidligere nævnt har Mols linjen dog allerede fra marts 2017 bestilt en ny færge som skal øge kapaciteten endnu mere:

Mols-Linien: Endnu en superfærge på vej til Kattegat

For at sikre tilstrækkelig kapacitet fremadrettet har Mols Linien A/S i dag indgået aftale om en ny hurtigfærge til indsættelse i 2017.

6

Jf. selskabsmeddelelsen vil denne færge være identisk med Katexpress 1 og 2 på ydeevne, antal pladser mv. men vil være en opgradering rent stilistisk og indretningsmæssigt for at gøre den endnu mere kundevenlig. Mit gæt er, at især erhvervssegmenterne er opgraderet betydeligt i den nye færge så man kan fastholde sin høje service over for dette attraktive segment.

⁵ Mols Linjen Årsrapport 2015

⁶ Selskabsmeddelelse 2015 – Mols Linjen

XXX ApS

Indtog fra kapitalfonden Polaris:

Et interessant aspekt i turn around historien om Mols-linjen er at kapitalfonden Polaris er gået ind i Mols Linjen. Det er rigtig godt for Mols-linjen nu at have fået en stærk langsigtet ejer. Kapitalfonde har normalt en tidshorisont på 5-7 år – det er derfor vores holdning at Polaris vil hjælpe til med at lave en god værdiskabelse over den kommende tid.

Aktier var strandet hos Finansiell stabilitet:

En af de mere væsentlige ting at have med i hovedet er hvordan Polaris kom ind i Mols-linjen. De så en rigtig god handel som kapitalfonde er kendte for. Mols-linjen havde allerede da Polaris gik ind i casen leveret starten på en meget flot turn around. Aktien havde dog stadig et kæmpe efterslæb og var markant undervurderet. Dette skyldtes primært at 70 % af selskabets aktier lå hos Clipper, Finansiell Stabilitet mv. – som ikke var langsigtede aktionærer i Mols-linjen men ansås for sælgere så snart kursen kom lidt op. Når markedet ved der er større potentielle sælgere i aktien og ingen langsigtede storaktionærer presser det aktiekursen ned.

Polaris valgte derfor at indlede en dialog med de største aktionærer i Mols-linjen hvor man aftalte at købe deres aktier for 34 kr. pr. aktie. Der blev på baggrund af denne handel med ca. 78 % af selskabets aktiekapital afgivet et købstilbud til alle øvrige aktionærer på 34 kr. pr. aktie. Det viste sig dog hurtigt at ingen småaktionærer var klar til at sælge til denne lave kurs. Nu hvor de tunge aktier hos Finansiell Stabilitet mv. var ryddet af vejen og en dygtig og langsigtet storinvestor var kommet ind kunne småaktionærene godt se skriften på væggen: "hvis Polaris syntes Mols-linjen er en god investering til kurs 34 – hvorfor skal vi så sælge".

Sagen endte som de fleste nok ved, med at Polaris Måtte hæve deres købstilbud til 40 kr. pr. aktie, samt at den Århusianske rigmand Henrik Lind gik ind i casen og opkøbte +5 % af de udestående aktier. Henrik Lind afgav samtidigt et frivilligt købstilbud i 41 kr. hvilket blokerer folk fra at sælge til Polaris (der dog på det tidspunkt allerede havde sikret sig de 78 %).

Polaris har et ønske om at få afnoteret Mols-linjen fra fondsbørsen da det for dem ikke giver så meget mening at have aktien noteret når de ejer ca. 80 %. De vil hellere have helt ro til at arbejde uden for mediernes søgelys – dette vil dog også gøre det lidt lettere for dem at lave "lokumsaftaler" med Mols-linjen som selskab.

Småaktionærene i Mols-linjen har dog længe arbejdet for at undgå en afnotering, da de mener det skaber transparens i selskabet og naturligvis gør det sværere for dem løbende at sælge aktien.

Hos os er vi ret neutrale omkring en afnotering - som vi beskriver nedenfor.

XXX ApS

Polaris kan levere forventede resultater:

Vi mener det er rigtig godt for Mols-linjen at have fået en kapitalfond ind i ejerkredsen og selskabets bestyrelse. Kapitalfonde er kendte for deres aktive ejerskab samt høje krav til forrentning af deres investering. Kapitalfonde arbejder normalt med en tidshorisont på 5-7 år for deres investeringer. Når de skiller sig af med deres investeringer sker det typisk via 3 måder:

- Salg til en strategisk køber (en konkurrent eller lignende)
- Salg til en finansiel køber (anden kapitalfond etc.)
- Salg via en børsnotering

I Mols-linjens tilfælde ser jeg faktisk alle 3 områder som en mulighed. Jeg har dog svært ved at forestille mig et salg til en anden kapitalfond, simpelthen fordi jeg tror Polaris vil være i stand til at realisere alle de målsætninger og muligheder der er mulige for Mols-linjen, hvorfor en ny kapitalfond vil have svært ved at nå deres afkastkrav. Ender Mols-linjen med at forblive børsnoteret er det nok det mest naturlige at Polaris løbende vil sælge deres ejerpost ud når de er færdige om 5-7 år. Det kan dog ikke udelukkes at en anden spiller inden for samme branche ala DFDS kunne se et potentiale i også at eje Mols-linjen.

Kapitalfonde genererer ofte meget høje afkast til deres investorer. Fondenes afkast svinger meget fra fond til fond afhængig af de enkelte investeringer i de enkelte fonde. De fleste kapitalfonde kan dog levere afkast på +20 % til deres investorer over en fonds løbetid. Dette afkast er efter at kapitalfondene har fået både management fee og performance fee. Bruttoafkastet er derfor i de fleste tilfælde +25 % og også ofte +30 % årligt.

Det er vigtigt at forstå at i tilfældet Mols-linjen skal småaktionærerne ikke betale fees til Polaris. Der bliver betalt bestyrelseshonorar til de bestyrelsesmedlemmer Polaris har valgt ind og det kan også tænkes at der købes diverse konsulentydelse, finansielle ydelser og lignende hos Polaris. Der vil dog aldrig blive tale om høje omkostninger som de normale management og performance fees – småaktionærerne får på en anden måde lidt et "gratis free ride".

Polemikken er overgjort:

Hele denne polemik omkring afnotering af aktien eller ej har trykket aktiekursen ned – hvilket gør at resultaterne til stadighed ikke afspejler det store potentiale der er i Mols-linjens drift. Som investor skal man huske at man hverken bliver rigere eller fattigere af at aktiekursen bevæger sig op og ned. Den reelle værdiskabelse handler om at man køber en aktier under intrinsic value og selskabet løbende øger sin

XXX ApS

intrinsic value med høje afkast. Om aktien er noteret eller ej er ikke vigtigt for den fremtidige værdiskabelse.

For firmaer som os der investerer i selskabsform er der ligefrem markante skattefordele ved at aktien er unoteret. Børsnoterede aktier beskattes hvert år med lagerbeskatning – unoterede aktier hvor der ejes under 10 % er der overhovedet ingen realisationsbeskatning. Den eneste beskatning der skal ske er af løbende udbytter.

Vi ser ligefrem at det kan være en fordel for private investorer at der sker en afnotering – da de i så fald ikke bliver fristet til at sælge deres aktier løbende på den kommende rejse men er sikre på at få hele turen med indtil Polaris sælger Mols-Linjen eller børsnoterer selskabet igen.

Det vigtige er dog at huske – at uanset om selskabet er børsnoteret eller ej er Mols-linjen en fantastisk investering – som vi illustrerer igennem denne analyse.

XXX ApS

Bestyrelse og ledelse:

Set fra et operationelt synspunkt har Mols linjens ledelse i form af især direktion og bestyrelse leveret et fantastisk stykke arbejde over de sidste 3-5 år og gennemgået en meget vellykket turn around. De seneste måneders ageren i forbindelse med Polaris sagen har dog især for bestyrelsens vedkommende set rigtig skidt ud hvor man tydeligt har plejet en enkelt storaktionærs interesse i stedet for alle aktionærer. Dette forløb har som vi har nævnt flere gange i denne rapport været særdeles uskønt. Når det er sagt skal man tage hatten af for det arbejde direktionen har udført de seneste år og give dem de bedst mulige rammer for at fortsætte arbejdet.

Ledelsen:

- **Administrerende direktør Søren Jespersen**

Søren Jespersen har efter vores mening om nogen været manden bag de seneste års turn around. Samtidig har han efter vores mening formået i større grad at holde sin ryg fri i hele denne Polaris polemik og lade bestyrelsen stå for dette. Efter vores mening er han den rette til at drive Mols-linjen videre på den kommende rejse.

Bestyrelsen:

- **Frantz Jørgen Palludan (formand)**
- **Jan Johan Kühl (næstformand) (Polaris)**
- **Kaare Vagner Jensen**
- **Jens Dalsgaard Løgstrup (Valgt Polaris)**
- **Erik Jørgen Østergaard (Valgt Polaris)**

Ud over de nævnte ovenfor har selskabet også 3 medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer.

Kun Frantz Palludan og Kaare Vagner Jensen blev genvalgt på den seneste ekstraordinære generalforsamling. Man har her valgt 3 nye medlemmer til bestyrelsen hvoraf Johan Kühl er ledende partner i Polaris. Jens Løgstrup og Erik Østergaard er udadtil uafhængige – det er dog vores mening at disse direkte er valgt af Polaris – også på grund af de pågældende personers ageren i forbindelse med købstilbuddet fra Polaris.

Bestyrelsesformanden har efter vores opfattelse ikke levet op til sit ansvar og sørget for alle aktionærers interesser, men har i hele denne sag efter vores mening arbejdet for Polaris interesser. Dette udmøntede sig dog også i genvalg til generalforsamlingen.

XXX ApS

Når alt dette er nævnt er det dog også værd at bemærke at bestyrelsen ser stærk ud fremadrettet i forhold til at realisere det fulde potentiale. Vi havde dog været mere glade hvis også småaktionærene (eventuelt via Lind Invest) var repræsenteret i bestyrelsen da vi kan være bange for at denne bestyrelse vil arbejde for Polaris interesser mere end Mols Linjens.

Troværdighed:

En vigtig ting at huske om selskabets ledelse er at investorer ikke skal basere sine værdiansættelsesmodeller på det Mols-linjens ledelse melder ud. Dertil har de simpelthen over en årrække, men især inden for det seneste halvår år skudt markant forbi målet. Selskabet har konstant meldt alt for konservativt ud i forhold til hvad der faktisk skete. Dette igen kan skyldes at Polaris i den igangværende budproces ikke har haft et incitament i at vise den sande indtjeningskraft i Mols-linjen og få aktiekursen op. Et eksempel på disse påstande findes ved selskabets guidance omkring deres 2015 årsregnskab. I deres 2014 årsrapport skriver ledelsen følgende omkring deres forventninger til årets resultat:

FORVENTNINGER TIL 2015

Mols-Linien forventer, at det totale marked for personbiler mellem Øst- og Vestdanmark i 2015 vil stige med ca. 2,0%.

På baggrund af den gennem 2014 stigende trafikmængde og forventningen til det totale marked for 2015 forventes der overført ca. 1,2 millioner personbilsenheder med Mols-Linien i 2015.

Rederiet har med fastpriskontrakter sikret en fast oliepris i DKK for hele 2015.

Med udgangspunkt i disse forudsætninger forventer Mols-Linien et positivt resultat i 2015 i intervallet 25 MDKK til 35 MDKK efter skat, mod et resultat i 2014 på 21,4 MDKK efter skat, eksklusiv forsikringserstatning vedrørende Max Mols. ⁷

Dette virkede allerede dengang konservativt. Vi har dog set efterfølgende hvor konservativt det rent faktisk var. I den seneste Q3 rapport opjusterede Mols Linjen 2015 således:

Forventninger til 2015

Mols-Linien fastholder forventningerne til et resultat i intervallet 60 - 70 mio. kr. efter skat i 2015, i henhold til selskabsmeddelelse nr. 284 af 22. oktober 2015.

Selskabet har sikret olieprisen med fastpriskontrakter i danske kroner for hele 2015. ⁸

⁷ Mols Linjen 2014 årsrapport

⁸ Q3 2015 rapport

XXX ApS

At gå fra 25-35 til 60-70 er mere end en fordobling af årets resultat. Ændringer i olieprisen har ikke påvirket dette da Mols ledelsens kendte disse. Opjusteringen viser hvor påvirkelig Mols-linjen er ved bedre trafiktal for hvor skalerbar forretningen faktisk er.

XXX ApS**SWOT analyse:**

Vi har nedenfor udarbejdet en SWOT analyse af Mols-linjen som vi ser den:

<p style="text-align: center;"><u>Styrker:</u></p> <p>"monopolstatus uden direkte konkurrence"</p> <p>Opbygget brand / ry for kvalitet og god service</p> <p>Opnået skalerbarhed</p> <p>Har foretaget nødvendige fremtidsinvesteringer</p>	<p style="text-align: center;"><u>Muligheder:</u></p> <p>Nedbragt finansieringsomkostninger</p> <p>M&A mulighed</p> <p>Udnytte skalerbarhed til øget indtjening</p> <p>Udvide business og lastbilsegment mere</p>
<p style="text-align: center;"><u>Svagheder</u></p> <p>Få ekspansionsmuligheder udenfor Kattegat</p> <p>Afhængig af eksterne faktorer som oliepriser</p> <p>Polemik i ejerkredsen har ramt tilliden</p> <p>Stadig for høje finansieringsomkostninger</p>	<p style="text-align: center;"><u>Trusler</u></p> <p>Markant stigende oliepriser</p> <p>Lavere storebæltstakster</p> <p>Annullering af Femern</p> <p>Ny konkurrent i Kattegat</p>

Som det ses af SWOT-analysen mener vi Mols-linjen har en del muligheder fremadrettet. Svaghederne består primært i olieprisen samt at ekspansionsmulighederne er begrænsede. Dette kan dog også være positivt fordi det gør at ledelsen er tvunget til at holde fokus på kerneforretningen og arbejde hårdt for at udvikle denne mest muligt. Mols skal blot fortsætte med at investere i kundeoplevelsen og servicen for hele tiden at forbedre vilkårene for de rejsene. Så længe de gør dette vil de holde en god drift.

XXX ApS

Fremtidsudsigter:

Fremtidsudsigterne for Mols Linjen tyder aldeles lovende. Efter en vellykket turn around proces har Mols-linjen nu mulighed for at investere endnu mere i fremtiden, hvilket bestillingen af den nye færge også tyder på at de gør. Der er flere uopdyrkede segmenter som Mols-linjen stadig ville kunne få god nytte af. Den ene er at styrke business segmentet endnu mere. At kunne tilbyde forretningsrejsende bosiddende i Århus eller København en rejsetid på lige under 2 timer er et meget attraktivt tilbud. Den anden mulighed er, at Mols Linjen kan styrke deres varetransport mere dvs. transport af lastbiler især. Der er selvfølgelig kun begrænset plads på skibene hertil, dette er dog et segment jeg tror der er gode muligheder i at opdyrke lidt mere.

En behagelig rejse:

Det er yderst behageligt at rejse med Mols Linjen. En tur fra Århus til Odden er kortere end en køretur over Storebælt eller køretur til Tirstrup lufthavn og koster mindre. Ved at sidde ombord på en færge kan man slappe af, læse avisen, drikke en kop kaffe og for forretningsrejsende have telefonsamtaler, besvare e-mails og foretage andet vigtigt arbejde. Dette er nogle af flere fordele Mols linjen har over for konkurrencen. En tur til lufthavnen kræver også en del køretid til Tirstrup og turbulens med sikkerhedskontrol mv. Over Storebælt er det selvfølgelig påkrævet at man er aktivt koncentreret hele tiden. En tur med Mols-linjen ses dermed som mere afslappende hvor en topleder der arbejder i København ville kunne læse avisen, arbejde ved computeren og drikke en kop kaffe under overfarten.

Nye færger giver nye muligheder:

Mols Linjen har over de seneste par år løbende bestilt og anvendt nye færger. De har i 2015 bestilt en ny færge med større kapacitet end færgen Max-Mols. Det giver muligheder på de travle ruter at tage flere passagerer mv.

I første halvår 2015 er antallet af kunder som benytter Mols-Liniens Business BlueClass vokset med **11%** i forhold til samme periode sidste år. På hverdage og særligt i weekender samt søn- og helligdagsperioder benyttede stadig flere kunder de prisbillige billetter og de mange cateringtilbud.

9

⁹ Mols Linjen H1 2015 rapport

XXX ApS

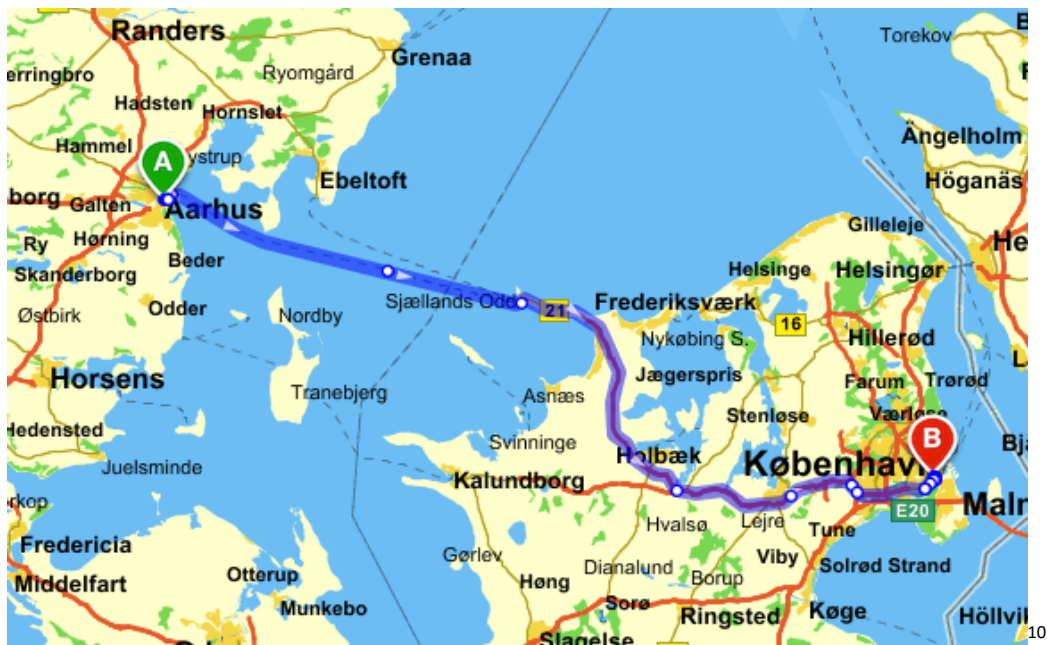
Som det ses ovenfor havde Mols-linjen igen i H1 2015 et meget stærkt halvår angående deres forretningsrejsende ved at business segmentet voksede 11 % sammenlignet med halvåret året før. Som vi har gennemgået i rapporten giver den nye færge mere fleksibilitet for at indsætte endnu flere afgang omkring de travle business tidspunkter.

Konkurrence med Storebælt:

Mols-linjen er i direkte konkurrence med Storebæltsbroen. Dette kan lyde lidt underligt at en færge og en bro er i konkurrence men det er selvfølgelig naturligt i og med at det er de to veje passagerer kan vælge for at komme fra Jylland til København (flyafgange er en anden mulighed som er attraktiv for specielt nordjyder eller folk bosiddende tæt på Billund). Vi har researchet på konkurrenceforholdene imellem Mols Linjen og Storebælt for at se hvordan Mols-linjen står her:

Forskel i rejsetid:

En væsentlig forskellen mellem Mols-linjen og Storebæltsbroen er forskellene i rejsetiden. Vi har her prøvet at se på rejseforskellen fra Århus Centrum til Københavns centrum.



Nedenstående viser rejsen fra Århus til København via færgeoverfarten Århus-Odden samt kørsel til København derfra.

¹⁰ www.krak.dk

XXX ApS

2 t. 30 min. (186.7 km)

 **1 t. 25 min. (115.5 km)**

 **Sjællands Odde-Aarhus, 40 min. (44.5 km)**

 **Sjællands Odde-Aarhus, 25 min. (26.8 km)**

11

Som det ses ovenfor estimerer Krak den totale rejsetid til 2,5 time hvor lige under halvdelen af tiden er ombord på færgen (dette er som det kan ses helt ind til København C – øvrige steder i København eller omegn kan nok rejses med kortere rejsetid tæt på 2 timer).

Vi har efterfølgende udført den samme øvelse hvor vi bad om at foretage samme rejse hvor færgen blev undgået:



Rejsen blev derefter foreslået via kørsel i bil over både Lillebælt og Storebælt. Denne tur tager jf. Krak følgende tid:

3 t. 3 min. (302.4 km)

[Fra](#) [Til](#) [Vis hele ruten](#)

13

Som det ses ovenfor tager denne rejse lidt over en halv time længere. På dette rejseparameter mener vi derfor at Mols-linjen står stærkest. Dette skyldes primært det forhold at der kun skal køres i bil i under den halve tid ved rejsen med Mols-linjen. Resten af tiden tilbringes ombord på færgen.

¹¹ www.krak.dk

¹² www.krak.dk

¹³ www.krak.dk

XXX ApS

Prisforskelle:

Et andet væsentligt parameter for forbrugerne er prisforskelle mellem de to rejsemetoder:

Mols-linjen har jævnfør deres hjemmeside følgende priser:

Priser

Pr. 12. juni 2015 (DKK)

Lavpris billet, fra	Flex billet, fra	Standard billet, fra	Business BlueClass fra
249,-	499,-	499,-	649,-
Den billigste billet.	Fleksibel rabatbillet.	Ingen binding - du kan både ændre og fortryde din billet helt frem til afgang.	Garanteret plads på valgfri afgang uden reservation. Gyldig i 12 mdr. fra køb.
Begrænset antal billetter til hver afgang!	Jo før du køber, desto lavere pris kan du få den til.	Kan refunderes frem til afgangstidspunkt.	Du kører først muligt om bord og får ekstra service i loungen.
Kan ændres mod gebyr frem til afgang.	Kan ændres frem til afgang.		
Kan ikke refunderes.	Kan ikke refunderes.		
Køb billet	Køb billet	Køb billet	Køb billet

14

Vi har prøvet at søge på nogle forskellige dage frem i tiden for at finde en "normalpris". Gås der efter lavprisbilletter der bestilles 1 uge forud ca. kan disse fås til normalt 250-350 pr. overfart eller ca. 600 kroner tur retur. Er man interesseret i flexbilletter eller de travle morgenafgange hvor der ikke er lavprisbilletter tilgængelige skal man lidt højere op omkring de 1.000 kr. tur-retur. Business-billetter er lidt dyrere. Der kan dog opnås en del rabatter ved hjælp af pendlerkort, flerturskort mv.

¹⁴ www.mols-linjen.dk

XXX ApS

Vi har prøvet at sammenligne dette med priserne for Storebælt. Disse kan ses nedenfor:

**Priser
privat**


Personbil
235,-
(Personbil fra 3-6m)

[LÆS MERE](#)

15

Ved Storebælt er der ligesom ved Mols-linjen også mulighed for at få rabatter via Brobizz, tur-retur kort i aften/weekend mv.

Den totale kostpris kan ca. opgøres sådan for de to rejser:

Priser:	Mols-linjen		
	Mols-linjen lavpris:	flex:	Storebælt:
Overfart tur retur:	498	998	470
antal km. Kørsel	115,5	115,5	302
pris pr. km	2	2	2
Kostpris bilkørsel:	231	231	605
Total rejsepris:	729	1229	1.075

Som det ses ovenfor af vores opgørelse er det heller ikke på prisen at Mols-linjen taber til Storebælt. Mols-linjens normale billetter er lidt dyrere end Storebælt hvorimod man kan opnå en del rabat hvis man booker billetter lidt forud via lavprisen. Igen skal det nævnes at der selvfølgelig er forskelle hvis der inkluderes pendlere, øvrige rabatordninger, business mv. Oversigten er illustrativ og viser at Mols-linjens prismæssigt står fint i konkurrencen og på trods af en langt højere service end 3 timer i bil går det ikke ud over prisen for rejsen.

¹⁵ www.storebaelt.dk

XXX ApS

Mols linjen har på deres hjemmeside selv lavet et overslag over hvor meget forretningsrejsende kan spare om året ved at tage Mols-linjen i stedet for at tage Broen på business class:



Spar tid og penge

Business BlueClass er Mols-Liniens tilbud til virksomheder og pendlere, der ønsker at gøre rejsen så hurtig, nem og effektiv som muligt.

Der er også mange penge at spare ved at vælge hurtigfærgerne. Når I rejser på Business BlueClass med Mols-Linien, kan jeres firma spare op til over 50.000 kroner, hver gang I flytter 100 returrejser fra broen til hurtigfærgerne. Dertil kommer værdien af den tid, I kan arbejde om bord i færgens business lounge.

SÅ MEGET SPARER DU

Antal returrejser	20	50	100	300	500
Firmabil (kr.)	5.280	13.200	26.400	79.200	132.000
Km-penge (kr.)	10.640	26.600	53.200	159.600	266.000

16

Som det kan ses ovenfor er der væsentlige besparelsesmuligheder. Vi har sporadisk gennemgået beregningerne fra Mols-linjen for at se om de holder i virkeligheden og har ikke fundet væsentlige fejl heri.

Afslappelse:

En anden væsentlig forskel mellem Mols-linjen og konkurrencen er komforten ved at rejse med færge. De væsentligste fordele ved dette er:

- Afslapning uden for bilen
- Mulighed for at læse avis/drikke kaffe
- Mulighed for at arbejde

¹⁶ www.molslinjen.dk

XXX ApS

- Mulighed for at spise mad
- Lade børnene leje frit

Især ved familieture eller forretningsture med mere end en person er det dejligt at kunne koble af ude fra bilen, få noget mad og drikke og lade børnene leje lidt så de er klar til den videre rejse.

For yderligere dokumentation omkring dette henvises til afsnittet om vores field research.

Femern og tog stopper Storebælt konkurrence:

En af truslerne mod Mols Linjens forretning er forlydender om at afgiften på Storebælt vil blive sat massivt ned og dermed blive mere rentabelt. Dette er utænkeligt at 3 årsager. Den første er pga. Femern forbindelsen. Bygges Femern forbindelsen samtidig med at Storebælt gøres markant billigere vil passagererne anvende Storebælt i stedet for Femern og dermed gøre Femern urentabel.

En anden årsag er togforbindelsen. Ved at sænke priserne på Storebælt markant vil det ødelægge rentabiliteten for DSB, hvilket vil være et politisk selvmål. Den sidste årsag er at indtægterne fra Storebælt pt. fungerer som malkeko for andre infrastrukturprojekter uden for finansloven. Sænkes taksten skal pengene til disse findes andre steder fra, hvilket igen ikke er en ønskesituation for politikerne.

http://borsen.dk/nyheder/privatoekonomi/artikel/1/314396/storebaelt_haever_brotaksten_-_maa_ikke_vaere_for_billigt_i_forhold_til_tog.html

Som det kan læses af linket ovenfor hæver Storebælt prisen i 2016. I redegørelsen fremgår det at priserne skal følge den generelle prisudvikling for at sikre "fair konkurrence med tog og færge". Nu er vi ikke så naive at tro at statslige penge skal bruges til at støtte Mols-linjen – derfor er dette citat efter vores mening direkte rettet mod DSB. For at DSB kan være rentabelt skal DSB have høje priser. For at folk vil betale høje priser til DSB bliver priserne på Storebælt også nødt til at være høje.

Dette har den fordel for Mols-linjen at de ikke behøver køre med store rabatter og konkurrere på prisen da konkurrencen kun hæver priserne hvert år. Dette er også en af årsagerne til at Mols-linjen ikke har sænket priserne markant som følge af olieprisfaldet men i stedet lader dette gå på selskabets bundlinje.

Trafikdriften historisk:

En af de væsentligste parametre for at Mols-linjen fortsat kan være succesfuld i fremtiden, er at de løbende kan åbne for flere afgang samtidig med at de hele optimerer eksisterende afgang ved at hæve antallet af passagerer og personbiler pr. afgang. Den åbenlyse fordel er at kunne fylde færgerne helt op for at spare på enhedsomkostningerne pr. passager.

XXX ApS

Den anden er at flere passagerer pr. færge også giver bedre salg og indtjening i Mols-linjens butikker ombord. For at finde ud af hvordan vi skal indregne væksten i antal biler pr. afgang samt undersøge prisinflation pr. afgang har vi dykket ned i tallene for de sidste par år:

TRAFIKUDVIKLING I 2014

	2014	2013	Ændring i stk.	Ændring i %
Personbilsenheder	1.138.315	1.044.313	94.002	9,0%
Personbilsenheder pr. afgang	185	161	24	14,9%
Personbiler i stk.	967.509	938.465	29.044	3,1%
Personbiler i stk. pr. afgang	157	146	11	7,5%
Passagerer	2.524.506	2.463.081	61.425	2,5%

17

Som det ses af ovenstående havde Mols-linjen en stærkt udvikling i 2014 hvor man formåede at hæve antallet af personbiler og personbilsenheder pr. afgang markant.

Trafikudvikling i 1. halvår 2015

	1. halvår 2015	1. halvår 2014	Ændring	Ændring
	Antal	Antal	Antal	Procent
Personbilsenheder	543.686	500.723	42.963	8,6
Personbilsenheder pr. afgang	185	175	10	5,7
Passagerer	1.159.665	1.091.962	67.703	6,2

18

Denne udvikling er jf. ovenstående fortsat ind i 2015 hvor man også har hævet antal passagerer samt personbilsenheder pr. afgang med over 5 %. For at finde ud af om dette har været en længerevarende tendens vi kan regne med generelt eller om det kun en 1-2 årig udvikling har vi gået længere tilbage i tiden og set på tallene:

HURTIGFÆRGERUTERNE AARHUS-ODDEN OG EBELTOFT-ODDEN

	2013	2012	Ændring i %
Personbiler	938.465	751.635	+24,9%
Biler pr. afgang	146	119	+22,7%
Passagerer	2.463.081	2.038.408	+20,8%

19

Som det ses ovenfor var tallene også voldsomt flotte i 2013 – der også var påvirket af at man indsatte en ny færge med plads til flere biler og person hvorved personbiler pr. afgang selvfølgelig steg flot.

¹⁷ Mols Linjen 2014 årsrapport

¹⁸ Mols Linjen H1 2015 rapport

¹⁹ Mols Linjen 2014 Årsrapport

XXX ApS

Hurtigfærgeruterne Aarhus-Odden og Ebeltoft-Odden

	2012	2011	Ændring i %
Personbiler	751.635	694.639	+8,2%
Biler pr. afgang	119	73	+63,0%
Passagerer	2.038.408	1.902.569	+7,1%

20

I 2012 var tallene helt vildt flotte. Man kørte hårdt på med turn arounden og fik sat de første tydelige spor i regnskaberne.

Det der er virkelig bemærkelsesværdig er hvor flot der er eksekveret over de seneste par år: i 2011 havde man i alt kun 73 biler pr. afgang. I første halvår af 2015 havde man over 160 svarende til en markant stigning på over 100 %.

Hvordan påvirker dette regnskaberne?

Selskabet kan i relation til følsomhed oplyse, at en ændring i personbilsenheder på +/-5% i 2. halvår 2015 medfører en ændring i resultatforventningen til resultat og likviditet på +/- 18 MDKK.

21

Som det ses ovenfor er en stigning heri virkelig noget der slår igennem på selskabets bundlinje. En ændring på kun 5 % påvirker resultatet med 18 millioner hvilket er meget set i forhold til de nuværende resultater og markedsværdi.

Men det bliver bedre:

Selskabet kan i relation til følsomhed oplyse, at en ændring i personbilsenheder på +/-5% for hele 2016 medfører en ændring i resultatforventningen til resultat og likviditet på +/- 34 MDKK.

22

I 2016 påvirkes bundlinjen hele 34 millioner med en påvirkning på 5 %. Da vi i vores værdiansættelse har været rimelig konservative inden for dette område ser vi en betydelig upside til vores allerede høje kursmål hvis Mols-linjen kan fortsætte de seneste års udvikling og forbedre sig her.

Især i 2017 kan de med den nye færge fylde ekstra businessruter fuldt op med passagerer og dermed bidrage flot.

²⁰ Mols Linjen 2012 årsrapport

²¹ Mols Linjen 2014 årsrapport

²² Mols Linjen Q3 2015 rapport

XXX ApS

Rente og marginpotentiale:

Som vi har nævnt tidligere i denne rapport og vil nævne senere under afsnittet omkring oliepriserne, mener vi Mols-linjen har et stærkt marginpotentiale. Den primære årsag hertil er at Mols-linjen sidder på en unik niche med lav konkurrence. De konkurrenter der er (DSB, Storebælt, Flytrafik) er meget dyre alternativer. Dette gør at Mols-Linjen berettiget kan tage høje priser og køre med ekstremt høje marginer. Især når olieprisen også falder.

Men hvad med rentepotentialet?

Mols Linjen har i dag leaset deres færger. Vi har sat os for at beregne deres omkostninger hertil. Det første vi har set på er selskabets finansielle omkostninger til leasing:

8. FINANSIELLE POSTER, NETTO

	2014 TDKK	2013 TDKK
Renter af tilgodehavende hos tilknyttet virksomhed	48	48
Renter af bankindestående mv.	3.382	61
Dagsværdiregulering af CAP-forretninger (olieprissikring)	0	4.341
Renteindtægter i alt	3.430	4.450
Renter af bankgæld mv.	-2.829	-3.980
Renter af finansielle leasingkontrakter, skibe	-49.669	-41.088
Renter af finansielle leasingkontrakter, tilknyttet virksomhed	-125	-139
I alt	-52.623	-45.207

23

Som det ses ovenfor var Mols Linjens udgifter til finansiel leasing på 49,7 millioner kroner i 2014. Hvor stor gæld var dette ud af?

FORPLIGTELSE			
Langfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	20	759.404	782.970
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratiale	21	2.300	2.152
Langfristede forpligtelser i alt		761.704	785.122
Kortfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	20	21.819	14.620
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumgratiale	21	149	218
Kreditinstitutter		0	16.521
Selskabsskat		106	144
Periodisering af flerturskort mv.		7.755	8.253
Leverandørgæld		31.086	51.833
Anden gæld		78.814	37.572

24

²³ Mols Linjen 2014 årsrapport

²⁴ Mols Linjen 2014 årsrapport

XXX ApS

Som det ses af forrige side var Mols-Linjens gæld primo 2014 ca. 800 millioner og ultimo 2014 ca. 780 millioner. Vi har regnet med 790 millioner i gennemsnitlig gæld til finansiel leasing i 2014. Dette giver os følgende rentesats:

Rente finansiel leasing:	49,7
Gæld Finansiell Leasing:	790
Rentesats i %:	6,3%

Vi mener dette er en høj rente at betale set i forhold til de nuværende flotte cash flows, værdierne af skibene samt ikke mindst de meget lave renter i verdensmarkedet. Det skal dog ses i forhold til at Mols-linjen var et helt andet selskab da de indgik disse leasingkontrakter. De var ikke en kreditstærk modpart dengang hvilket har afspejlet sig i renterne.

Det mere vigtige spørgsmål at stille er, hvad er potentialet fremadrettet?

Vi har taget et kig på årsrapporten for 2014 for DFDS A/S for at finde ud af hvilken effektiv rentekomkostninger dette større rederi har:

Renteudgifter:	106
Gæld:	3350
Rentesats i %:	3,2%

Som det ses ovenfor opererer DFDS med en effektiv rente som er ca. det halve af Mols-linjen. Dette skyldes at DFDS har kunnet finansiere sig via lavere bank og obligationsgæld i stedet for dyrere finansiel leasing. Nu er DFDS et stærkt selskab med en stærk solvens og egenkapital. Mols Linjen er stadig først i gang med at opbygge en stærk egenkapital ovenpå 2-3 år med store tab. I takt med at Mols-linjen får opbygget en højere solvens og indtjening er det vores forventninger at de kan få deres effektive rente en del ned og spare en større sum penge til aktionærene.

Ligeledes mener vi at den nye færge der købes i 2017 vil kunne finansieres langt billigere end den nuværende gæld. Vi er overbevist om at Polaris som kapitalfond også har set dette store potentiale som en af grundene til at de har investeret i Mols-linjen.

XXX ApS

Hvis man ser på hvor Mols-linjen bør værdiansættes hen ad mener vi de to andre transportgiganter i Danmark er et meget godt sammenligningsgrundlag:

Værdiansættelse	2015E	2016E	2017E
P/E	17,4	15,1	14,7
Vækst i EPS	n.m.	14,9%	3,1%
PEG	0,5	n.a.	n.a.
EV/EBITDA	9,4	8,7	8,4
EV/Omsætning	1,43	1,34	1,29
P/B	2,62	2,48	2,32
Direkte afkast	1,9%	2,1%	2,2%

25

Ovenfor er vist værdiansættelsen af DFDS for tiden. Som det ses værdiansættes DFDS til ca. 15-17 gange indtjeningen. Da vi mener Mols-linjen er et mindre selskab med mindre likviditet osv. har vi valgt en P/E på 12 i vores værdiansættelse som fair value.

Værdiansættelse	2015E	2016E	2017E
P/E	23,0	22,0	19,0
Vækst i EPS	38,7%	4,8%	15,5%
PEG	1,2	n.a.	n.a.
EV/EBITDA	15,0	14,3	12,9
EV/Omsætning	1,05	0,96	0,92
P/B	6,56	5,14	4,40
Direkte afkast	0,7%	0,8%	0,8%

26

Ovenfor er vist værdiansættelsen af DSV. DSV fortjener en højere P/E end Mols Linjen og DFDS fordi de ikke ejer så stor en del af deres flåde men primært fungerer som mellemlid. De har derfor ikke så stor følsomhed for "tomgang" og olieprisændringer.

Grundlæggende er vores mening dog at vi ikke har været aggressive ved at give Mols Linjen en P/E multipel på 12 når dette ses i forhold til andre transportvirksomheder.

²⁵ DFDS Værdiansættelse – Kilde. Factset Research

²⁶ DSV Værdiansættelse – Kilde. Factset Research

XXX ApS

Lave oliepriser giver massivt rygstød:

De lavere oliepriser har været en massiv medvind for Mols Linjen over de seneste år (dog endnu ikke i regnskaberne). Denne tendens ser klart ud til at fortsætte ind i 2016 og 2017. Allerede i slutningen af 2014 så vi de første tegn på hvad olieprisen ville gøre for Mols-Linjen. 2014 regnskabet var dog ikke påvirket da Mols-linjen allerede var fuldt hedget da prisfaldene begyndte. På grund af at Mols-linjen løbende afdækker deres olieforbrug 1 år ud i fremtiden ad gangen vil fald og stigninger først ramme Mols-linjen senere. I 2015 regnskabet har vi allerede set de første tegn på hvad dette betyder for Mols-linjen.

En vigtig gennemgang der først skal inddrages for at kunne lave disse beregninger er følgende fra Mols-linjens H1 2015 rapport:

Det kan oplyses, at selskabet har afdækket risikoen for stigninger i oliepris og USD-kurs ved indgåelse af en række fastpris-aftaler samt enkelte CAP-aftaler frem til og med december 2016. For resten af 2015 er der sikret en fast oliepris i danske kroner til 4.616 kr. pr. mt., og for hele 2015 er der sikret olie til en pris på 4.621 kr/mt. For hele året 2016 er der sikret olie til 3.937 kr. pr. mt. Til disse beløb skal der tillægges leveringstillæg og moms.

Endelig oplyses det, at selskabet forventes at benytte ca. 36.500 mt gasolie i 2015 og ca. 38.000 mt i 2016.

27

Mols-linjen bruger som nævnt ovenfor. ca. 38.000 mt brændstof årligt. Da Mols-linjen løbende hæver antallet af overgange og sejlads er det nok fair at regne med 40.000 i 2017.

Dette skal ses i forhold til at Mols-linjen ikke har sænket priserne over for slutkunderne på trods af det seneste års markante fald i oliepriserne:

- **Rederiet har fastholdt gennemsnitsindtægten pr. bil på den voksende trafik, hvilket har medført en fremgang i omsætningen.²⁸**

Der er så vidt vi har researchet os frem forskellige business-programmer hvor forretningsrejsende kan nå samlede besparelser, hvilket som tidligere gennemgået i denne rapport har gjort at især forretningsrejsende er rigtige glade for at anvende Mols-linjen. Antallet af overgange er alene i de første tre kvartaler af 2015 steget over 7 % i forhold til 2014:

²⁷ Mols Linjen H1 2015 rapport

²⁸ Mols-linjen Q3 2015 perioderapport

XXX ApS

Trafikudvikling i 1. – 3. kvartal 2015				
	1.-3. kvartal 2015	1.-3. kvartal 2014	Ændring	Ændring
	Antal	Antal	Antal	Procent
Antal afgang	4.918	4.592	326	7,1

29

Vi mener det er fair også at forudsætte en stigning på 1-5 % årligt i antal overgange de næste 2-3 år hvorefter det nok vil stilne af. Dette skyldes at Mols-linjen på alle de vigtigste businessrejser stadig er fuldt belægget. Ved at flytte nye og større skibe ind på disse ruter og sejle oftere har de mulighed for at rokere rundt og få flere overfarer.

Hvad kan vi så forvente at Mols-linjen vil spare på brændstof i 2016 i forhold til 2015?

- **Selskabet har sikret olieprisen med fastpriskontrakter i danske kroner for hele 2016 til 3.937 kr. pr. mt.³⁰**

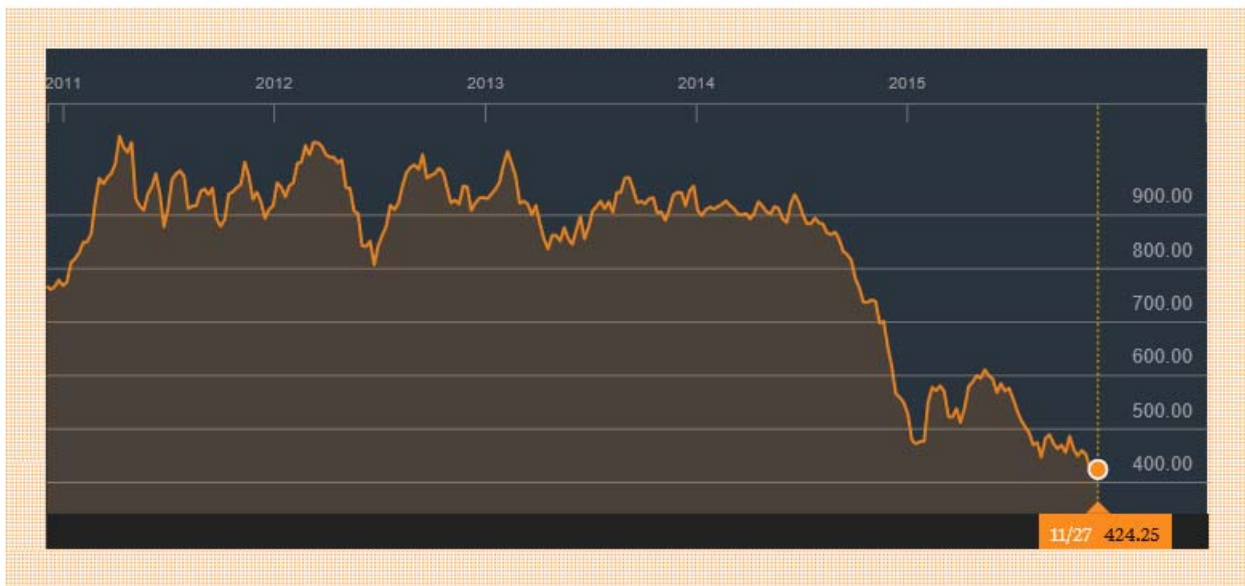
Mols-linjens ledelse har meldt ud at resultat for 2015 vil blive på 60-70 millioner og 2016 90-100 millioner. Dette svarer til en fremgang på 30 millioner kroner i 2016 i forhold til 2015. Da vi som tidligere nævnt finder Mols-linjens ledelse (bestyrelse) fuldstændig utroværdige og udelukkende sat i værk for at pleje Polaris interesser bør investorer foretage deres egne beregninger af 2016 resultatet i stedet for at stole på ledelsens udmeldinger.

²⁹ Mols-linjen Q3 2015 perioderapport

³⁰ Mols-linjen Q3 2015 perioderapport

XXX ApS

Vi har taget et kig på brændstofprisernes udvikling:



31

Grafen ovenfor viser det betydelige fald som priserne har været ude for de seneste år.

Da forventningerne er anvendelse af ca. 38.000 mt brændstof er det simpelt at beregne Mols-linjens besparelse på brændstof i 2016 sammenlignet med 2015:

Pris 2015:	4.616 kr
Pris 2016:	3.937 kr
Forskel	679 kr
mt. Brændstof:	38.000 mt
Besparelse:	kr. 25,8 mio kr.

32

Alene den besparelse beregnet her er på ca. 26 millioner kroner og dermed omkring det Mols-linjen forventer i forbedringer i 2016 sammenlignet med 2015. Da en ændring i personbilsenheder i 2016 på 5 % vil påvirke resultatet med +34 millioner forventer vi som minimum det dobbelte af Mols-linjens egne estimater. På trods af +10 % årligt trafikvækst de seneste par år forventer Mols-linjen åbenbart en eller anden forringelse af basisforretningen i 2016 da de kun lige akkurat indregner oliebesparelsen i guidance? Eller også ved bestyrelsen godt at resultaterne vil blive langt bedre end de guider?

³¹ <http://www.bloomberg.com/quote/QS1:COM>

³² XXX

XXX ApS

En anden og spændende øvelse er at beregne hvad Mols-linjen vil spare i 2017 ved de nuværende priser i forhold til 2016 hvis brændstofpriserne bliver på samme niveau.

Den nuværende brændstofpris er på ca. 400 \$ pr. mt. Og \$ kursen ca. 7 DKK. Dette svarer til 2.800 DKK pr. mt



Pris 2016:	3.937 kr
Pris 2017:	2.800 kr
Forskel	1.137 kr
mt. Brændstof:	40.000 mt
Besparelse:	kr. 45,5 mio kr.

33

Denne besparelse er igen markant. De 40.000 er det estimerede brændstofforbrug i 2017. Da Mols-linjen har vist evnen til at kunne holde priserne (som nok også skyldes høje priser på Storebælt) er dette den mest fair måde at gøre det på. Som sagt kan priserne ændre sig en del endnu, men da Mols snart begynder at hedge 2017 kontrakterne ser det rigtig godt ud i forhold til at få et godt resultat der også.

Alt i alt må de lavere oliepriser siges at være positive for Mols og vi har endnu ikke set det bedste herfra i regnskaberne.

Vi vil gennemgå i vores værdiansættelse senere, hvorfor vi mener at disse besparelser overhovedet ikke er indregnet i den nuværende aktiekurs.

³³ XXX

XXX ApS**Field Research:**

Vi har for at undersøge casen og servicen nærmere foretaget en del field research af Mols-linjen. Dette er primært sket ved at foretage rejser med Mols-linjen både fra Århus og fra Æbeltoft og både via Kat Express færgerne og Max-Mols færgen. Vores field research har affødt følgende konklusioner:

- Billetsalg:

Det var nemt og hurtigt at bestille billetter online via selskabets hjemmeside. Det var overskueligt at se de forskellige rejsetider og matchende priser. Fra overblik, til bestilling til køb og til fremsendelse af kvittering fungerede det hele problemfrit.

- Ombord stigning:

Fra ankomsten til billetterterminalen fungerede det hele som det skulle ved indtjekning af billetten, anvisning af plads til parkering via nummering på asfalten. Ventetiden var meget begrænset til vi kunne køre ombord på færgen og de ansatte medarbejdere der hjalp med at dirigere bilerne på plads var yderst professionelle.

- Servicen ombord:

Servicen ombord var upåklagelig. Det eneste negative vi har at nævne var ventetiden ved kaffeshoppen Barresso hvor vi måtte vente 5-10 minutter på at få en kop kaffe. Dette er selvfølgelig irriterende på en rejse der har en varighed på 75 minutter. Det viser dog også den store interesse der er for konceptet. Dette er dog et område Mols kunne eksekvere hurtigere på.

- Komforten:

Komforten ombord var som den skulle være. Skibet var ikke overfyldt på trods af vi også tog de travle ruter, der var hverken irriterende støj eller lugtgener eller lignende. Ved en eftermiddagstur havde vi børn med hvor børnerummet var propfyldt. Dette er selvfølgelig også negativt at der ikke helt var plads til alle børn, omvendt er det også begrænset hvor meget plads Mols-linjen kan tillade sig at bruge på lejerum.

- Afstigning:

Afstigningen og udkørsel fungerede også påklageligt. Vi blev kaldt ned til bilerne kort inden vi var i land og kom alle gange hurtigt ud af færgen og direkte ud på vejen og videre til vores destinationer.

XXX ApS

Alt i alt er det vores vurdering af servicen, bekvemmeligheden og komforten ombord samt medarbejdernes kompetencer osv. er upåklagelig og at Mols linjen tilbyder et attraktivt produkt.

Kundeanmeldelser:

Som nævnt under gennemgangen af priser er disse ikke et negativt konkurrenceparameter ligesom vi har konkluderet at bekvemmeligheden ved rejsen er god.

Vi foretog også gennemgange af onlineanmeldelser, herunder gennemgang af Trustpilot:

<https://dk.trustpilot.com/review/www.mols-linien.dk>

Disse review er meget negative med en score på 1,9 ud af 10. Det skal dog her bemærkes at det er baseret på 92 anmeldelser og Mols linjen transporterer over 2.000 passagerer årligt. Det er også vores forventning at folk kun går ind for at brokke sig og ikke rose.

Vi har gennemgået alle kommentarerne og prøvet at foretage nærmere undersøgelser af de enkelte påstande i forbindelse med vores field research:

Overordnet set er det vores vurdering at mange af de dårlige anmeldelser der er angivet er baseret på enkeltstående tilfælde hvilket det begrænsede antal kommentarer også vidner om. Vi har ikke kunne finde vedvarende problemer ved nogle af de forhold der nævnes. Dette for os til at konkludere at der ikke er nogle systematiske fejl eller dårligheder i Mols-linjens service og forretningsmodel.

XXX ApS**Billig værdiansættelse:**

Uanset hvordan man ser på en værdiansættelse af Mols-linjen er aktien efter vores mening fuldstændig forkert prisfastsat. Markedet har slet ikke fået øjnene op for den skalerbarhed og det indtjeningspotentiale der vil materialisere sig i Mols-linjen over de kommende 2-3 år. Vi har for at være helt sikre i vores case analyseret Mols linjen ud fra 3 gængse værdiansættelsesmetoder:

- **P/E (Price to earnings)**
- **EV / EBITDA (Enterprise value divideret med EBITDA)**
- **DCF (Discounted Cash Flows)**

Som vi vil illustrere nedenfor ser vi Mols-linjens aktie som fuldstændig forkert prisfastsat uanset hvilken metode der vælges at anvendes.

P/E:

Vi har gennemgået vores forudsætninger for modellen. Vi har så vidt muligt prøvet at være konservative i tilfælde med usikkerhed. Vi har anvendt følgende forudsætningerne for væksten:

	2015	2016	2017	Terminal:
Afgange	9%	1%	5%	1%
Pris/antal	2%	3%	3%	2%
Omsætning:	11%	4%	8%	3%
Skibsomkostninger:	9%	1%	5%	3%
Personale:	1%	3%	3%	3%
Andre eksterne:	1%	3%	3%	3%

Omsætningen er fordelt af 2 poster nemlig væksten i antallet af overgange som den ene part samt antal biler pr. skib + prisinflationen som den anden part. Disse to udgør tilsammen omsætningsvæksten.

2015 tallene som er sat ind er stort set sikre da de baseres på det der leveret indtil videre i år, ledelsens forventninger samt en mindre regulering hertil ud fra de forventninger vi har. I H1 2015 er antal afgange kun steget 3 % mens antallet pr. overgang er vokset 6 %. Det er vores forventninger at dette vender lidt i H2 hvor der vil komme mange nye overgange der vil trække antal biler pr. overgang nedad.

For 2016 og 2017 har vi prøvet at basere antal overgange forsigtigt sådan at vi kun forventer 1 % ekstra overgange næste år. I 2017 forventer vi 5 % ekstra overgange. Dette skyldes at der kommer en ny færge. Den nye færge øger kapaciteten med over 30 %. Ledelsen forventer dog at den vil erstatte den nuværende færge Max Mols. Vores forventninger dog at Max-Mols stadig vil sejle videre måske i et lavere antal

XXX ApS

overgange hvor den nye færge vil blive indsat som ekstra afgang primært omkring de travle forretningstidspunkter. Derfor kan vores 5 % afgangsvækst i 2017 vise sig at være konservative.

Væksten i skibsomkostninger mener vi følger antallet af overgange. Dette er ikke påvirket af olieprisen som vi justerer for senere hen. I terminalvæksten lader vi skibsomkostningerne følge omsætningen.

På personale og andre eksterne omkostninger mener vi der er mindre skalafordele at nå endnu de næste 2 år hvorefter de vil følge omsætningen.

Dette giver os følgende beregning af Mols-linjens resultatopgørelse for de kommende 2 år:

	2015	2016	2017
Omsætning:	680	707	764
Skibsomkostninger:	-275	-268	-249
Oliebesparelse:	10	28	45
Personale	-130	-134	-138
Andre eksterne	-104	-107	-110
EBITDA:	181	227	311
Afskrivninger:	-52	-55	-80
EBIT:	129	172	231
Finans:	-50	-45	-55
Indtjening	79	127	176

Det er vigtigt at bemærke at Mols-linjen er tonnagebeskattet og dermed ikke betaler selskabsskat.

Skibsomkostninger viser sidste års totale olieforbrug (skibsomkostninger + besparelse) ganget med væksten i skibsomkostninger. Dette justeres så for dette års ekstra besparelse på olien. Afskrivninger har vi sat efter bedste overbevisning. Der vil komme ekstra afskrivninger i 2017 da der kommer en ny færge vi forventer enten tages ind som køb eller finansiell leasing. Finansomkostningerne har vi også ladet afspejle dette om end vi har kalkuleret en lavere rente på de nye lån som følge af de generelt lavere renter i samfundet og bedre kreditkvalitet hos Mols-linjen i forhold til da de sidst optog finansiell leasing.

XXX ApS

Normalt mener vi at et selskab af Mols-linjens kvalitet der står i en stærk konkurrencesituation og befinder sig i et marked med lavere stabil årlig vækst bør handles til en P/E multipel omkring 15. I dette tilfælde er det dog vores mening at 2017 indtjeningen bør have en P/E multipel på 12. Dette skyldes de lave oliepriser i 2017 og usikkerheden for at disse igen vil stige voldsomt fremadrettet derfra.

	2.017
EAT:	176
P/E	12
Markedsværdi:	2.112

EV / EBITDA:

En anden værdiansættelsesmetode er den såkaldte Enterprise value / EBITDA metode. Her tages udgangspunkt i en EBITDA gange med en multipel fratrukket selskabets nettogæld. I Mols-linjens tilfælde anser vi følgende som fair:

	2.017
EBITDA	311
Multipel	10
Enterprise	3.110
Nettogæld	-1.000
Markedsværdi:	2.110

Normalt vil vi opererer afhængig af selskabets kvalitet med en lidt lavere multipel omkring 6-7. Især for lidt mere kapitaltunge selskaber som Mols-linjen. At vi anvender en højere multipel skyldes primært aktivernes lange levetid – de lave rentesatser for tiden samt ikke mindst det forhold at Mols-linjen ikke betaler skat. Selskabet har i dag nettogæld på ca. 700 millioner kroner. Vi forventer at dette i løbet af 2017 vil være ca. 1 mia. som følge af en investering i ny færge der dog formindskes løbende af selskabets høje cash flows.

DCF:

Den sidste beregningsmetode som er den vi anvender oftest til vores værdiansættelser er discounted cash flows - DCF. Disse er dog nemmest at lave præcist i selskaber der ikke er så kapitalintensive som Mols-linjen er. Især fordi Mols-linjens anlægsinvesteringer sker urytmisk over årene.

XXX ApS

Nedenfor har vi vist vores DCF model af Mols-linjen.

Cash flow	2015	2016	2017	Terminal
Indtjening:	79	127	176	
Afskrivninger:	52	55	80	
Δ Arbejdskapital:	5	5	5	
Vedligeholdese Capex:	-25	-30	-40	
Vækst Capex:	-20	-20	-20	
Frit cash flow:	91	137	201	2.010
NPV	91	125	166	1.661

En ret vigtig detalje er at selskabets arbejdskapital løbende er negativ. Dette skyldes at selskabet kun opererer med meget lave lagerbeholdninger og tilgodehavender. Lagre er primært reservedele til skibe og tilgodehavender er der ikke mange af da forbrugere betaler overfarten forud ved køb af billet.

Til gengæld har Mols-linjen stadig en del leverandørgæld (primært vare og olieleverancer) samt anden gæld (herunder moms og lønmodtagergæld). Dette gør deres arbejdskapital negativ og faktisk en del negativ. Vi har dog kun regnet med en mindre cash indtægt herfra årligt.

Selskabets investeringer (capex) har vi delt op i 2. Den ene er vedligeholdelses capex som er det vi estimerer Mols-linjen skal investere hvert år for at holde skibenes tilstand status quo dvs. at kunne holde det nuværende antal overgange. Den anden capex er vækst capex. Vækst capex vil selvfølgelig falde sporadisk når selskabet køber nye skibe. Vi har indsat et årligt beløb vi mener modsvarer de investeringer Mols linjen skal lave for at holde en terminalvækst på 3 % med 1 % vækst i antal overgange.

For at fuldende DCF analysen tages summen af alle de tilbagediskonterede cash flows:

Total NPV:	2.043
-------------------	--------------

Modellen giver dermed en fair value på 2.043 millioner. Det skal også her nævnes at ved P/E og EV/EBITDA er det 2017 markedsværdi der beregnes hvor det ved DCF er 2016.

XXX ApS**Opsummering:**

På baggrund af de 3 værdiansættelser mener vi at en 2016 værdiansættelse af Mols-linjen på 2.000 eller 2 mia. kr. må anses for fair value:

Fair value	2.000
Antal aktier:	14
Fair value pr. aktie:	141

De 2.000 DKK deles efterfølgende med det totale antal aktier selskabet har udestående. Dette er gjort ovenfor. Resultatet er en fair værdi pr. aktie for Mols-linjen på **141** DKK pr. aktie.

Dette illustrerer hvorfor vi mener den nuværende aktiekurs slet ikke tager højde for den skalerbarhed og de indtægter fra olieprisfaldet Mols-linjen vil få de følgende år.

XXX ApS**Konklusion:**

Konklusionen på denne Research Rapport kan opsummeres som følger:

- **Mols Linjens aktiekurs er markant undervurderet i forhold til fair value:**

Som beregnet i denne rapport mener vi Mols linjens aktie bør handles til en fair værdi omkring 141 pr. aktie. Dette er markant over den nuværende aktiekurs og illustrerer dermed det betydelige potentiale vi mener der er i aktien.

- **Polemikken om børsnotering/afnotering er overgjort:**

Vores holdning er, at hele denne polemik omkring om Mols-linjen skal være børsnoteret eller afnoteret eller lignende hænger som en tung sky over aktien og presser den ned uden grund. Dette er den væsentligste årsag til at markedet undervurderet Mols-linjen så massivt. Vi mener aktien er en fantastisk investering uanset om aktien er børsnoteret eller ej.

- **Mols Linjen står foran store besparelser på olien:**

Som vist i denne rapport vil Mols-linjen de kommende 2 år som følge af udløb af hedgekontrakter og lavere spotpriser få massivt gavn af de faldende oliepriser. Dette mener vi som sagt ikke at markedet endnu har opdaget men at det vil over de kommende år i takt med at det slår igennem i regnskaberne

- **Polaris vil skabe ro og store værdier for alle aktionærer:**

Vores holdning er at Polaris vil ende med at skabe store værdier for alle aktionær. De vil sætte sig ind for bordenden og sørge for at optimere IRR. De vil sørge for de rette kapitalforhold, hjælpe med lavere omkostninger og finansiering samt strategiske planer. Alternativt kommer de med et langt højere bud for at købe de sidste 11 % de mangler for at kunne tvangsindløse alle aktierne.

XXX ApS**Risici til casen:**

Vi har under SWOT-analysen nævnt nogle af de væsentligste risici til casen efter vores mening. De kan opsummeres her:

- **Massivt stigende oliepris:**

Mols-linjen hedger deres olieforbrug 6-12-18 måneder frem i tiden. Stiger olieprisen markant igen til tidligere niveauer vil også Mols-linjens omkostninger stige i takt med at deres hedge forretninger udløber. Vi anbefaler der køber Mols-linjen selv at købe nogle call optioner på olien eller lidt olieaktier for at lave deres eget hedge.

- **Aktien kan blive tvangsindløst:**

Denne risici ser vi som yderst begrænset – den bør dog nævnes. Polaris ejer pt. 79 % af aktierne og ønsker at eje over 90 % så de kan tvangsindløse resten. Laver de en lokumsaftale med Henrik Lind kan de måske komme over og tvangsindløse småaktionærerne. Vi ser dog dette som højest usandsynligt.

- **Der kan komme en konkurrent:**

Mols-linjen har ikke monopol på at drive færgesejls mellem Århus og Odden etc. Der kan i praksis komme en ny spiller og sætte 1-2 skibe ind på samme rute for at konkurrere med Mols-linjen. Dette er dog ikke noget vi har hørt noget om og også noget vi ser som højest usandsynligt. En eventuel ny spiller vil kunne se Mols-linjens historiske resultater og vurdere at det ikke er lukrativt at have 2 færgerederier for nogen af parterne

- **Taksterne på Storebælt sættes markant ned:**

Mols-linjens direkte konkurrent er Storebæltsbroen. Passagerer har muligheden for enten at køre over broen eller sejle over via Mols-linjen. Pt. holdes taksterne på Storebælt høje pga. politikerne bruger denne som malkeko til andre infrastrukturprojekter samt fordi Femern ikke må få konkurrence. Vi står derfor ikke foran dette foreløbigt.