

Kandidatafhandling
Cand.merc.fir
Institut for regnskab og revision
Copenhagen Business School

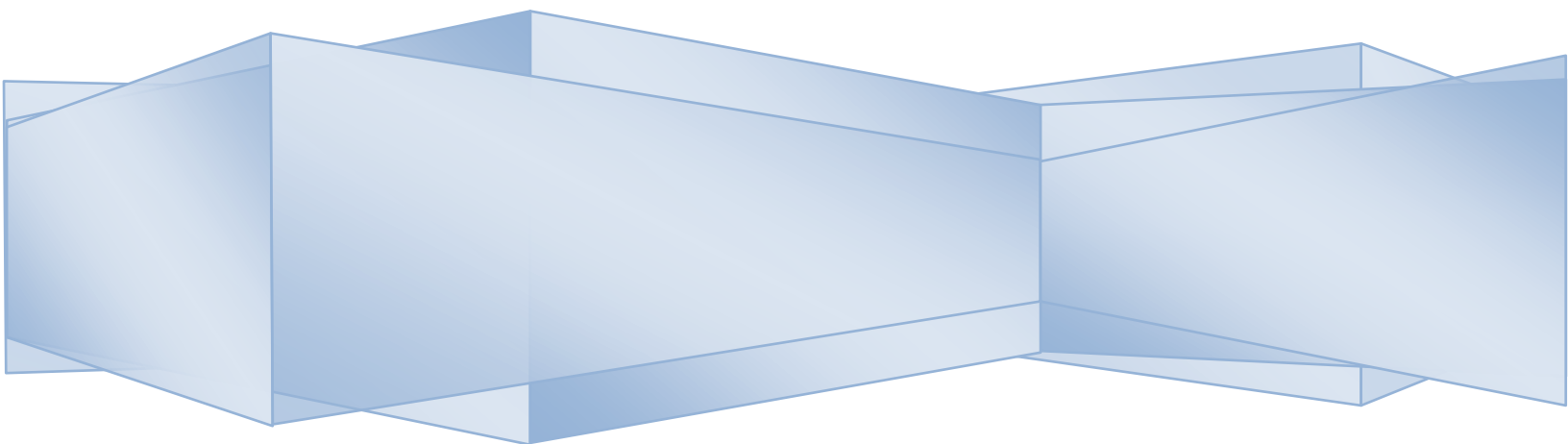


Strategisk analyse og værdiansættelse af DSV A/S

Vejleder:
Carsten Kyhnav

Afleveringsdato:
14. december 2010

Forfattere:
Simon Rishøj Joensen CPR: 230478-
Malthe Falck CPR: 301282-



Antal typeenheder inklusiv mellemrum og figurer: 271.029
Antal normalsider: 119,1

Executive Summary

The main objective of this dissertation has been to assess, whether the publicly traded DSV share had a fair value on November 15th 2010 based on a fundamental analysis and DCF valuation.

The main external factors affecting the future business operations and the historical profitability were both analysed in order to establish the level of a subsequent budgeting. A valuation of the DSV share based on this budget was carried out using both a primary and a secondary model. The outcome of the primary valuation was then tested for sensitivity to changes in its variables, while the secondary model was used to compare the result to the market's valuation of similar publicly traded companies.

The strategic analysis showed that the activity in the European transport sector depends largely on developments in GDP in Europe and world trade, and they will affect the future volume and profitability in the freight forwarding industry. The financial analysis showed that DSV has experienced a significant decline in the return on equity as a result of declining return on investment and SPREAD, along with increased financial leverage and a negative SPREAD in 2009.

Going forward DSV is expected to improve its operating margin in spite of increasing direct costs, due to an even larger reduction in personnel costs. In addition, asset turnover is expected to improve, and overall this will lead to an improvement in DSV's profit margin.

The DCF model was used as the primary model to estimate the firm value of DSV and its shares. The shareholders' required rate of return and the after-tax cost of debt were determined to be 9.05% and 5.23%, respectively, which resulted in a WACC of 8.16%. This led to an estimated equity value of 22,159 DKK million - corresponding to an estimated value of 106.5 DKK per share. The relative valuation based on a peer group determined the value to be 115.3 DKK and 115.0 DKK, respectively, which is a difference of around 8% compared to the DCF model.

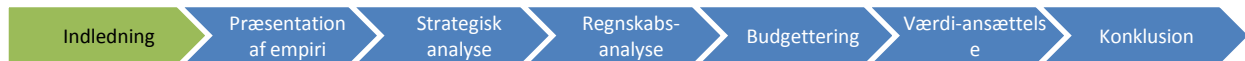
The DSV share closed on November 15th 2010 at a price of 115.6 DKK, which is a difference of 7.9% compared to the estimated value based on the DCF model. The sensitivity analysis showed that even small changes in key variables could explain the difference between the actual and the estimated price, and it was therefore assessed that the DSV share was correctly priced on November 15th 2010.

0 Indholdsfortegnelse

0	INDHOLDSFORTEGNELSE	3
1	INDLEDNING.....	5
1.1	BAGGRUND FOR EMNEVALG	5
1.2	PROBLEMFORMULERING	6
1.3	OPGAVESTRUKTUR	8
1.4	MODEL- OG METODEVALG	9
1.5	VALG AF KILDER OG KILDEKRITIK	12
1.6	AFGRÆNSNING.....	14
2	PRÆSENTATION AF EMPIRI.....	15
2.1	HISTORIE	15
2.2	ORGANISATION	18
2.3	LEDELSE	20
2.4	STRATEGI.....	22
2.5	PRODUKTER.....	25
2.6	MARKEDER	28
2.7	EJERFORHOLD.....	30
2.8	ØKONOMI.....	33
2.9	UDVIKLING I AKTIEKURS.....	35
3	STRATEGISK ANALYSE	36
3.1	PEST	36
3.2	PORTER'S FIVE FORCES	47
3.3	VÆKSTSTRATEGI.....	59
3.4	SWOT-ANALYSE	61
4	REGNSKABSANALYSE	62
4.1	REGNSKABSGENNEMGANG	63
4.2	REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSE	66
4.3	REFORMULERING AF BALANCEN	68
4.4	RENTABILITETSANALYSE	70
4.5	DELKONKLUSION	89
5	BUDGETTERING.....	91
5.1	HISTORISKE VALUE DRIVERS.....	92
5.2	PRIMÆR DRIFT	93
5.3	INVESTERET KAPITAL	100
5.4	BUDGETTEREDE VALUE DRIVERS	104
5.5	DELKONKLUSION	105

6	VÆRDIANSÆTTELSE	106
6.1	WACC.....	107
6.2	DCF.....	113
6.3	FØLSOMHEDSANALYSE	117
6.4	RELATIV VÆRDIANSÆTTELSE	121
6.5	DELKONKLUSION	124
7	KONKLUSION	125
8	BILAG.....	127
8.1	LITTERATURLISTE	127
8.2	NOTER TIL REGNSKABSANALYSE	129
8.3	RISIKOTILLÆG	149
8.4	FØLSOMHED VED ÆNDRING I BETA OG MARKEDETS RISIKOPRÆMIE	149

1 Indledning



Dette kapitel sætter rammerne for kandidatafhandlingen samt begrundet emnevalg. Den centrale problemstilling vil blive opstillet, og på baggrund af denne vil opgavens struktur blive klarlagt. Valg af metode, teori og kilder vil herefter blive begrundet, hvorefter de afgrænsninger, der er foretaget ved udarbejdelsen af afhandlingen, beskrives.



1.1 Baggrund for emnevalg

I 1976 blev det lille selskab, De Sammensluttede Vognmænd, etableret af Leif Tullberg og ti selvstændige vognmænd. I starten fungerede selskabet kun som kørselskontor for ejerne, der udelukkende opererede inden for entreprenørkørsel og –leverancer, men med tiden ekspanderede selskabet og blev i 1987 noteret på Københavns Fondsbørs.

Siden den spæde start har koncernen udviklet sig til en af verdens førende udbydere af globale transport- og logistikløsninger med mere end 21.000 ansatte, og DSV er blevet et af Danmarks største selskaber målt på både markedsværdi og omsætning.

Denne position har koncernen nået gennem en aggressiv ekspansion og flere opsigtsvækkende opkøb, hvoraf ABX Logistics er det seneste. DSV købte den belgiske virksomhed få måneder før, den finansielle krise for alvor tog fat og kastede verden ud i en global økonomisk krise.

Speditionsbranchen er grundet den nære sammenhæng med udviklingen i verdenshandlen en konjunkturfølsom branche, hvilket gør det interessant at undersøge, hvorledes branchen og DSV har været påvirket af de senere års økonomiske krise og forventes at udvikle sig fremadrettet.

Derudover er ABX Logistics endnu ikke fuldt integreret og gælden endnu ikke fuldt nedbragt, hvorfor det er særdeles interessant at undersøge dette og tidligere opkøbs påvirkning på DSV's fremtidige drift, strategiske position og markedsværdi af egenkapital.

1.2 Problemformulering

Formålet med denne afhandling er formuleret ud fra følgende hovedspørgsmål:

Med udgangspunkt i en værdiansættelse af DSV A/S ønskes det vurderet per 15. november 2010, hvorvidt aktien er prissat korrekt, eller i hvilket omfang den er over- eller undervurderet.

For at kunne besvare afhandlingens hovedspørgsmål er der i det efterfølgende foretaget en opdeling af dette i en række underspørgsmål. Udgangspunktet for analysen er at fastsætte de grundlæggende faktorer, der påvirker virksomhedens fremtidige drift. Derudover ønskes den historiske rentabilitet analyseret, så denne kan danne grundlag for et fremtidigt niveau i forbindelse med en efterfølgende budgettering.

For at få klarlagt de relevante markedsfaktorer, samt i hvilket omfang disse kan forventes at påvirke den fremtidige udvikling i DSV, vil følgende underspørgsmål indledningsvis blive belyst:

- Hvilke eksterne faktorer påvirker DSV, og hvordan giver det sig til udtryk i driften?
- Hvordan bliver DSV's indtjening påvirket af konkurrencesituationen i transportbranchen?
- Hvordan påvirker virksomhedens vækststrategi værdien?

Der vil herefter blive foretaget en reformulering samt en regnskabsanalyse af DSV's årsrapporter med henblik på at besvare følgende underspørgsmål:

- Hvorledes har rentabiliteten af DSV's drift udviklet sig historisk?

For at vurdere værdien af DSV er det nødvendigt at bestemme den forventede udvikling i virksomhedens drift, hvorfor et budget vil blive opstillet med henblik på at besvare følgende:

- Hvorledes forventes DSV's fremtidige indtjening at udvikle sig på baggrund af den strategiske analyse samt den historiske rentabilitet?

På baggrund af det udarbejdede budget vil der blive foretaget en værdiansættelse af DSV. Dette vil blive gjort ud fra såvel en primær som en sekundær model. Resultatet af den primære værdiansættelse vil efterfølgende blive testet med hensyn til følsomheden over for ændringer i de anvendte variable, ligesom resultatet vil blive sammenholdt med den sekundære model.

Den primære værdiansættelse tager udgangspunkt i en kapitalværdibaseret model, da denne vurderes at være den teoretiske mest korrekte. I forbindelse med den primære analyse vil værdien af DSV derfor søges belyst gennem følgende underspørgsmål:

- Hvad burde kursen på DSV aktien være per 15. november 2010 ifølge en kapitalværdibaseret model?

For at undersøge modellens styrke samt usikkerheden af den fundne aktiekurs vil nedenstående underspørgsmål blive besvaret:

- Hvor følsomt er resultatet af den primære værdiansættelse overfor ændringer i de anvendte variable?

Resultatet af den kapitalværdibaserede model vil sluttelig blive verificeret gennem en sekundær værdiansættelse med henblik på en perspektivering af resultatet til priseniveauet på markedet. Den sekundære værdiansættelse vil derfor blive bestemt ud fra følgende underspørgsmål:

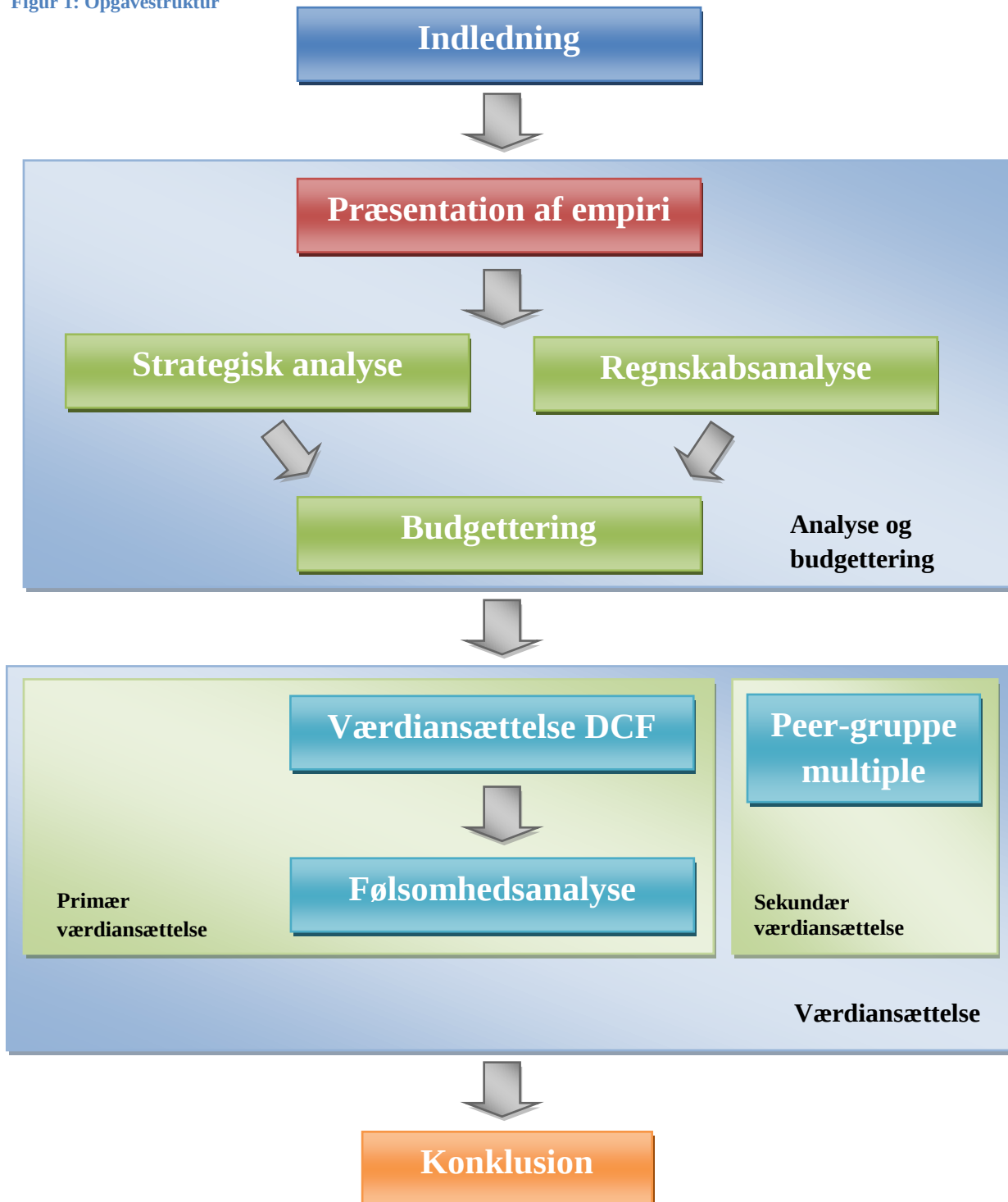
- Hvad burde kursen på DSV aktien være per 15. november 2010 ifølge en relativ model?

Ovenstående problemformulering ligger til grund for afhandlingens struktur og er illustreret i afsnit 1.3.

1.3 Opgavestruktur

Problemformuleringens hoved- og underspørgsmål danner grundlag for afhandlingens struktur, der er illustreret i nedenstående figur. Af denne fremgår også sammenhængen mellem afhandlingens kapitler.

Figur 1: Opgavestruktur



1.4 Model- og metodevalg

Værdiansættelsen af DSV vil blive udarbejdet på koncernniveau, og ikke som stand alone værdiansættelser af de enkelte afdelinger. Den primære problemstilling omkring DSV's værdi vil blive belyst ved brug af fundamentalanalysen. Denne består af en strategisk analyse samt en regnskabsanalyse, der vil ligge til grund for den budgettering, der benyttes i værdiansættelsen.

1.4.1 Strategisk analyse

Analysen vil bygge på tre teoretiske modeller, der i sammenspil belyser DSV's omverden samt strategiske position i markedet. Modellerne vil delvist støtte sig på de empiriske data, der er præsenteret i kapitel 2, Præsentation af empiri.

Indledningsvis vil PEST¹-modellen blive brugt til at identificere de eksterne faktorer, der påvirker DSV. Modellen identificerer de politiske, økonomiske, sociokulturelle samt teknologiske faktorer, der forventes at påvirke DSV's fremtidige drift.

Efterfølgende vil konkurrenceintensiteten på DSV's markeder blive belyst ved hjælp af Porter's Five Forces. Der vil blive analyseret på adgangsbarrierer til transportbranchen, konkurrence fra substituerende produkter samt leverandør- og kundeforhold. Analysen vil blive foretaget for DSV's tre største markeder: land-, luft- og søtransport samt skræddersyede logistik løsninger.

Endeligt vil DSV's muligheder for vækst blive analyseret ved brug af Ansoff's vækstmatrice.

Ved brug af ovenstående modeller er de eksterne muligheder og trusler identificeret sammen med de interne styrker og svagheder i DSV's organisation. Disse faktorer vil blive sammenfattet i en SWOT²-analyse. Denne benyttes som delkonklusion og opsummering af de faktorer, der er identificeret under præsentationen af empiri samt den strategiske analyse.

¹ Political, Economic, Socio-cultural and Technological

² Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats

1.4.2 Regnskabsanalyse

Det primære datagrundlag for regnskabsanalysen vil være årsrapporter for perioden 2005 til 2009. Denne periode indeholder opkøb i relative aktivtunge selskaber³, ligesom den indeholder data fra før den globale krise.

Datagrundlaget vil derfor være velegnet til at analysere, hvorledes den investerede kapital har udviklet sig, og hvordan ændringer i verdensmarkedet kan forventes at påvirke selskabet fremadrettet.

De enkelte regnskaber vil indledningsvis blive gennemgået for ændringer i regnskabspraksis med henblik på at gøre analysens datagrundlag sammenligneligt. Dette vil blive gjort ud fra væsentlighedsprincippet, så risikoen for tilførsel af støj til det korrigerede regnskab minimeres i forbindelse med eventuelle korrektioner.

På baggrund af de korrigerede regnskaber reformuleres resultatopgørelsen samt balancen herefter i drift og finansiering, og der udarbejdes en rentabilitetsanalyse baseret på den udvidede Dupont model.

1.4.3 Budgettering

Budgettet vil blive inddelt i en budgetperiode samt en terminalperiode og vil være baseret på den strategiske analyse samt de historiske value drivers, som blev identificeret i regnskabsanalysen.

Længden på den anvendte budgetperiode vil afhænge af indholdet af den strategiske analyse, da der vil blive opstillet et budget frem til DSV har nået et steady state. Herefter vil terminalperioden blive bestemt ud fra forventningerne til en konstant vækst.

³ DSV opkøbte 25% af DFDS i 2009: www.business.dk, "DSV-opkøb vækker undren", 15/01-2009

1.4.4 Værdiansættelse

Værdiansættelsen vil være opdelt i en primær og en sekundær værdiansættelse. Den primære værdiansættelse vil være baseret på DCF⁴-modellen, der er en kapitalværdibaseret model, og som vurderes at være teoretisk mest korrekt.

For at teste resultatet af den primære værdiansættelse vil der efterfølgende blive lavet en følsomhedsanalyse, der har til formål at teste modellen over for ændringer i de anvendte variable.

Dette vil blive gjort ved at belyse effekten af såvel ændringer i enkelte variable samt parvise ændringer under en alt andet lige antagelse.

Som sekundær model vil der blive gjort brug af en relativ værdiansættelsesmodel, hvorved resultatet fra den primære model perspektiveres til markedspriserne på sammenlignelige selskaber.

Den relative værdiansættelse baseres på EV/EBITDA multiplen, da denne eliminerer forskelle i afskrivningspraksis mellem de enkelte selskaber.

Derudover sammenholder multiplen virksomhedens samlede værdi af gæld og egenkapital, enterprise value, med resultatet før finansielle omkostninger, hvorfor der ligeledes tages højde for forskelle i kapitalstruktur⁵.

⁴ Discounted Cash Flow

⁵ Rådgivningsudvalget, 2002, s. 97

1.5 Valg af kilder og kildekritik

Afhandlingens hovedspørgsmål vil udelukkende blive besvaret ved brug af offentligt tilgængeligt materiale, da markedets værdiansættelse af DSV er baseret på denne. Der vil blive benyttet både primær- og sekundærdata.

Førstnævnte vil være kvalitative data indhentet gennem interview med en ansat hos konkurrenten DHL, Niels Christian Larsen, der ligeledes er formand for brancheforeningen, Danske Speditører⁶.

Herved er det muligt at erhverve såvel generel information om branchen, samt specifik viden om de interne processer i en ledende speditørvirksomhed.

Interviewet vil blive gennemført med henblik på at klarlægge, hvad der driver værdiskabelse i transportbranchen samt til at understøtte den strategiske analyse.

Det vil blive gennemført som et delvist strukturerede interview for at give informanten mulighed for at tilføre ny viden, mens det sikres at informationen, der skal bruges til at besvare afhandlingens hovedspørgsmål, tilvejebringes⁷.

Da informanten som ansat hos en konkurrent kan have skjulte motiver for sine udtalelser, vil disse blive analyseret kritisk og i vid udstrækning blive understøttet med kvantitative data.

Tabel 1: Primærdata

Primærdata	
Kilde	Type
Niels Christian Larsen, Head of Production, DHL	Interview

Kilde: Egen tilvirkning.

⁶ I. Andersen, 2002, s. 41 og s. 195

⁷ I. Andersen, 2002, s. 212

Sekundærdata vil være kvantitative data indsamlet af andre personer, virksomheder og institutioner. Hovedkilden vil være data udsendt af DSV i form af årsrapporter, fondsbørs- og pressemeddelelser.

Det er nødvendigt at forholde sig kritisk til dette materiale, da det er udfærdiget af virksomheden og regnskabspraksis kan have ændret sig i den analyserede periode. DSV's regnskaber er dog udfærdiget i overensstemmelse med IFRS' regler og bør derfor give et retvisende billede.

Udover denne hovedkilde benyttes data tilgængeligt fra EU's statistikbank, artikler og brancheanalyser. En særlig kritisk tilgang vil blive brugt på sidstnævnte kilde såfremt den kommer fra brancheforeninger, da dette kan have indflydelse på analysens konklusioner.

Tabel 2: Sekundærdata

Sekundærdata	
Kilde	Type
DSV	Årsrapporter, pressemeddelelser, fondsbørsmeddelelser
Nyhedsmedier - Børsen - Berlingske Tidende - Erhvervsbladet	Artikler
Analytikerrapporter - Frost & Sullivan - Datamonitor	Brancheanalyser
Offentlige institutioner - Økonomi- og Erhvervsministeriet - EU's statistikbank - OECD	Makroøkonomisk data, brancheanalyser

Kilde: Egen tilvirkning

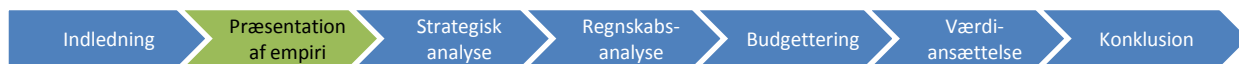
1.6 Afgrænsning

Under besvarelsen af afhandlingens hovedproblemstilling har det været nødvendigt at foretage følgende afgrænsninger:

- Værdiansættelsen af DSV er foretaget 15. november 2010, og data- samt materialeindsamlingen er derfor afsluttet denne dato.
- Kvartalsregnskaberne for 2010 er kun benyttet til at vurdere omsætningsvæksten, samt sammenholde budgetteringen for 2010 med den faktiske udvikling de første 3 kvartaler. Oplysningerne i kvartalsregnskaberne er mindre detaljerede, hvorfor det ikke har været muligt at foretage en fyldestgørende reformulering og regnskabsanalyse af disse.
- Der vil ikke blive foretaget analyser af den anvendte teori, da det ikke er opgavens formål at efterprøve deres gyldighed. Det drejer sig blandt andet om CAPM-modellen, hvis gyldighed har været genstand for mange akademiske undersøgelser.
- Der er i den strategiske analyse ikke foretaget en intern analyse af DSV's værdikæde, da DSV's kompetencer vurderes belyst i tilstrækkelig grad i præsentation af empiri, brancheanalysen, vækstanalysen og regnskabsanalysen.
- DSV vil blive værdiansat på baggrund af hele koncernens drift og ikke som summen af stand alone værdiansættelser af de tre divisioner. Oplysningerne om divisionernes rentabilitet og kapitalanlæg er mangelfuld, og synergieffekterne mellem divisionerne vil ikke afspejle sig i en separat værdiansættelse af disse.
- I følsomhedsanalysen af DCF-modellen er der ikke taget højde for volatiliteten/variansen på de anvendte variable, ligesom deres indbyrdes korrelation ikke er medtaget. Dette skyldes, at det anvendte data samt tidsseriernes længde ikke umiddelbart har gjort det muligt at fastsætte disse værdier med tilstrækkelig sikkerhed.

Af samme grund er det heller ikke belyst, hvor følsom modellen er over for ændringer i mere end to variable, da dette ideelt set bør gennemføres på baggrund af en simulering, hvor der stilles krav til viden om varians og korrelation mellem de anvendte variable.

2 Præsentation af empiri



Med henblik på at opnå en grundlæggende forståelse af DSV og koncernens forretningsmodel vil selskabets historie, organisation, strategi, produkter og markeder blive beskrevet. Herefter vil koncernens ejerforhold, økonomi og historiske kursudvikling blive belyst for at give et overordnet billede af de faktorer, der påvirker selskabets handlemuligheder.



2.1 Historie

DSV står for ”De Sammensluttede Vognmænd” og blev stiftet i 1976 af Leif Tullberg og ti selvstændige vognmænd. I starten fungerede selskabet kun som kørselskontor for ejerne, der udelukkende opererede inden for entreprenørkørsel og –leverancer. Med tiden ekspanderede selskabet og blev i 1987 noteret på NASDAQ OMX Copenhagen - tidligere Københavns Fondsbørs⁸.

For at komme ind på det internationale transportmarked opkøbte DSV i årene 1989-99 en række konkurrerende transportvirksomheder. DSV erhvervede herunder Samson Transport Co. A/S i 1997. Dette opkøb medførte alene en tredobling af koncernens transport og logistikaktiviteter.

De store opkøb af konkurrerende transportvirksomheder medførte ikke kun at DSV kom ind på det internationale transportmarked. Opkøbene medførte også en erhvervelse af nye service- og produktområder samt en kraftig stigning i omsætningen⁹.

Selskabets globale position blev for alvor slået fast i 2000 med opkøbet af DFDS Transport Group. Dette styrkede selskabets position inden for vejtransport i Skandinavien, Storbritannien, Baltikum og det øvrige Europa.

⁸ DSV Årsrapport 2009, s. 74

⁹ www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010

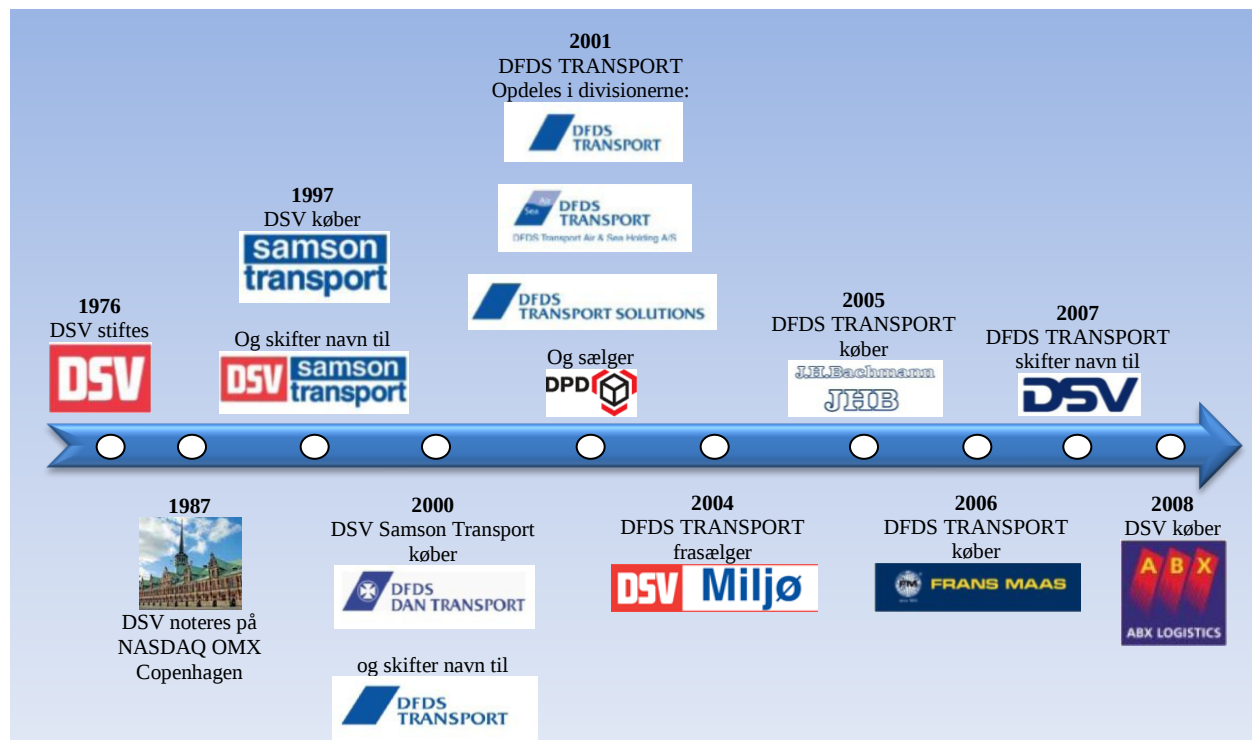
Herudover gav opkøbet også adgang til nye markedssegmenter inden for luftfart og oversøiske transporter til markederne i USA, Asien og Stillehavsområdet, hvor selskabet fik en nøgleposition.

Opkøbet af DFDS Transport Group medførte også, at selskabets aktiviteter inden for logistik og transport blev firdoblet. En følge af opkøbet blev derfor en udvidelse af selskabets logistikorganisation samt udarbejdelsen af en ny strategi med fokus på transport og logistik¹⁰.

For at styrke den nye strategi blev selskabets aktiviteter i 2001 opdelt på følgende tre divisioner: Road, Air & Sea og Solutions. Denne opdeling skulle gøre det nemmere for de enkelte divisioner at fokusere på de forskellige ydelser og kundesegmenter.

I 2001 og 2004 blev selskaberne DPD Parcel og DSV Miljø A/S frasolgt, hvorved selskabets nye strategi med fokus på logistik og transport blev yderligere styrket¹¹.

Figur 2: DSV's historiske udvikling



Kilde: DSV Årsrapport 2009, www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010, egen tilvirkning

¹⁰ DSV Årsrapport 2009, s. 74

¹¹ www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010

I 2005 og 2006 opkøbte DSV henholdsvis J.H. Bachmann og Frans Maas, hvilket blandt andet styrkede selskabets position inden for luft- og søfragt¹².

Disse opkøb betød også, at DSV blev en af de tre transportvirksomheder med egne Road aktiviteter i hele Europa, og selskabets dominerende position inden for vejtransport og logistik bevægede sig fra kun at omfatte Skandinavien til også at omfatte det resterende Europa.

Selskabets seneste erhvervelse er ABX Logistics, som blev opkøbt i 2008. Opkøbet har især styrket selskabets position i Italien, Tyskland, Frankrig og Spanien. Med købet af ABX har DSV også opnået markedsandele i Sydamerika, og selskabet er nu repræsenteret på samtlige kontinenter¹³.

Den seneste periode har været præget af integrationen af ABX, som nu er afsluttet i alle lande, med undtagelse af Spanien og Frankrig, hvor den forventes færdig i 2010. Herudover har fokus ligget på en tilpasning af omkostningsgrundlaget til det nye og lavere aktivitetsniveau, som fulgte i kølvandet af den finansielle krise¹⁴.

¹² DSV Årsrapport 2009, s. 74

¹³ DSV Årsrapport 2009, s. 74

¹⁴ DSV Årsrapport 2009, s. 5

2.2 Organisation

DSV koncernens 21.000 medarbejdere har siden 2001 været organiseret i tre divisioner, Road, Air & Sea og Solutions med hver deres underlagte datterselskaber. Divisionerne reducerede i 2009 medarbejderstaben med 20% primært grundet den igangværende integration af ABX men også som følge af den globale økonomiske nedgang¹⁵.

Alle tre divisioner er kendetegnet ved en flad og decentral organisationsstruktur med en lokal ledelse i hvert land, hvor divisionen er repræsenteret. Denne er ansvarlig for drift og administration og har sit eget budget.

Organisationsstrukturen gør divisionerne i stand til at tilpasse sig markedsforholdene i det respektive land og giver en fleksibel organisation, der er tæt på sine kunder. Kommunikation på tværs af landene vægtes dog højt for at udvikle den fælles kundeportefølje og sikre ensartet kvalitet¹⁶.

Figur 3: Organisationsstruktur



Kilde: DSV Årsrapport 2009, s. 3 og 64, www.dsv.dk, egen tilvirkning

¹⁵ DSV Årsrapport 2009, s. 31

¹⁶ DSV Årsrapport 2009, s. 14-23

DSV Road er en af Europas tre største transportvirksomheder, der opererer i 34 lande på kontinentet. Divisionen har omkring 10.000 medarbejdere og 100 terminaler i Europa. DSV ejer selv en del af disse, mens resten er leaset. Derudover har divisionen 17.000 biler på vejene dagligt. Disse er primært drevet af virksomhedens samarbejdspartnere, da kun 3-4% af lastbilerne er ejet af DSV¹⁷.

DSV Air & Sea tilbyder luft- og søfragt mellem destinationer over hele verden fra sine kontorer i 61 lande. Divisionen inkluderer også en projekt afdeling, der håndterer ikke konventionelle former for luft- og søfragt¹⁸.

DSV Solutions leverer skræddersyede logistikløsninger fra design til fragtstyring, oplagring, distribution og informationsstyring. Divisionen har fuld dataintegration med kunderne for at kunne synkronisere processer samt identificere og fjerne elementer i disse, som ikke skaber værdi for kunden¹⁹. Solutions har kontorer i 17 lande i Europa.

¹⁷ DSV Årsrapport 2009, s. 14

¹⁸ DSV Årsrapport 2009, s. 18

¹⁹ DSV Årsrapport 2009, s. 22

2.3 Ledelse

I 2007 forlod medstifter Leif Tullberg DSV efter 31 år på posten som administrerende direktør. Kurt K. Larsen afløste ham midlertidigt inden Jens Bjørn Andersen officielt tiltrådte 1. august 2008. Kurt K. Larsen havde forinden været koncerndirektør siden 1991 og afløste efter sin afgang Palle Flackeberg som bestyrelsesformand²⁰.

Jens Bjørn Andersen startede sin karriere i Samson Transport, der blev opkøbt af DSV i 1997. Han har på nær en kort periode fra 2001 til 2002 haft ledende stillinger i koncernen, senest som direktør for DSV Road fra 2007 til 2008. Jens Bjørn Andersen har i særdeleshed erfaring med turnaround projekter på underskudsgivende markeder i koncernen²¹.

Foruden CFO, Jens H. Lund, har hele direktionen deres baggrund i speditørbranchen, og størstedelen er kommet til koncernen, gennem de mange opkøb DSV har foretaget. Direktionen besidder dermed stor viden og international erfaring fra branchen²².

Tabel 3: Direktion DSV A/S

Direktion		
Navn	Stilling	Baggrund
Jens Bjørn Andersen	CEO, DSV A/S	Samson Transport og DSV Road
Jens H. Lund	CFO, DSV A/S	Deloitte, Danske Bank og Carnegie
Rene Falch Olesen	CCO, DSV A/S	Dantransport og DSV Road
Søren Schmidt	COO, DSV Road	DSV Road
Jørgen Møller	CEO, DSV Air & Sea	Dantransport og DSV Air & Sea
Anton van Beers	CEO, DSV Solutions	HIM Furness Rotterdam og Frans Maas

Kilde: www.dsv.dk, egen tilvirkning

Kurt K. Larsen overtog formandsposten i DSV's bestyrelse i 2008. Da han har været koncerndirektør i DSV gennem en længere årrække, er han ikke at anse som et uafhængigt medlem jævnfør de reviderede anbefalinger for god selskabsledelse. De øvrige medlemmer af bestyrelsen med baggrund i speditørbranchen anses dog for værende uafhængige²³.

²⁰ www.erhvervsbladet.dk, Ny DSV-top er mester i at vende minus til plus, 31/07 2008

²¹ www.erhvervsbladet.dk, Ny DSV-top er mester i at vende minus til plus, 31/07 2008

²² www.dsv.dk

²³ Fondsbørsmeddelelse d. 15/04 2009: "Indbydelse til generalforsamling"

Bestyrelsen blev i marts 2010 udvidet, da Birgit W. Nørgaard indtrådte²⁴, således at bestyrelsen er ligeligt delt mellem medlemmer med erfaring inden for speditørbranchen samt medlemmer med anden baggrund.

På baggrund af Birgit W. Nørgaards erhvervsmæssige erfaring formodes det, at udvidelsen er foretaget med henblik på at styrke bestyrelsens kompetencer inden for strategisk planlægning og implementering.

Tabel 4: Bestyrelse DSV A/S

Bestyrelse		
Navn	Stilling	Baggrund
Kurt K. Larsen	Formand	Koncerndirektør og administrerende direktør for DSV A/S 1991-2008
Erik B. Pedersen	Næstformand	Selvstændig vognmand 1976-2010
Kaj Christiansen	Bestyrelsesmedlem	Selvstændig vognmand 1978-2001
Per Skov	Bestyrelsesmedlem	AP Møller, Lauritz Knudsen og FDB
Anette Sadolin	Bestyrelsesmedlem	General Electric og CEO, Employers Reinsurance International
Birgit W. Nørgaard	Bestyrelsesmedlem	Danisco, TDC og CEO, Grontmij Carl Bro

Kilde: DSV Årsrapport 2009 s. 33, www.dsv.dk, egen tilvirkning.

²⁴ Fondsbørsmeddelelse d. 26/03 2010: "Minutes of DSVs Annual General Meeting"

2.4 Strategi

På trods af ændringer i bestyrelse og topledelse er der ikke foretaget væsentlige ændringer i virksomhedens strategi. Jens Bjørn Andersen har ganske vist ændret terminologien på enkelte områder, men hovedlinjerne er de samme. DSV's strategi kan sammenfattes i følgende punkter:

- Asset light
- Decentral organisationsstruktur
- Fokus på Global Accounts
- Best in class IT

2.4.1 Asset light-strategi

DSV's forretningsmodel er opbygget omkring koncernens asset light-strategi. DSV har out-sourcet størstedelen af produktionen af koncernens ydelser, og det er en målsætning kun at producere 5% af den omsatte volumen internt. DSV ejer derfor ikke selv hovedparten af de benyttede transportmidler.

Transporten foretages af underleverandører i form af selvstændige vognmænd, flyselskaber og rederier. Denne strategi reducerer investeringerne i anlægsaktiver såsom lastbiler, skibe og fly kraftigt, og koncernens faste omkostninger holdes derfor på et lavt niveau²⁵. Dette kommer til udtryk ved at lønomkostninger var DSV's største enkeltomkostning i 2009²⁶.

Strategien giver DSV mulighed for hurtigt at tilpasse sig ændringer i udbud og efterspørgsel i transportmarkedet, da der ikke er bundet kapital i anlægsaktiver. Strategien betyder dog også, at koncernen bliver negativt påvirket af stigende fragtrater, medmindre disse øjeblikkelig sendes videre til kunden.

²⁵ DSV Årsrapport 2008, s. 6

²⁶ DSV Årsrapport 2009, s. 5

2.4.2 Decentral organisationsstruktur

Koncernens fleksibilitet skabes udover asset light-strategien ved en decentral organisationsstruktur. De tre divisioner er kendetegnet ved en flad og decentral organisation med en lokal landeledelse. Beslutningsrettighederne er uddelegeret til disse med henblik på at kunne tilpasse sig forskelle i kultur og markedsforhold.

Denne struktur bringer koncernen tættere på sine kunder og muliggør skræddersyede løsninger, der er tilpasset de forskellige markeder DSV konkurrerer på, og gør kunden mere involveret i beslutningsprocessen.

Den øgede beslutningskompetence er kombineret med en stærk central koncernledelse, der gennem budgetter og kontrol sikrer at koncernens overordnede strategi følges²⁷.

2.4.3 Fokus på Global Accounts

DSV foretog i 2009 en større udvidelse af afdelingen, der håndterer de globale kunder. Ledelsen af afdelingen blev derudover styrket gennem udnævnelsen af den erfarne landechef, René Falch Olesen, til Chief Commercial Officer.

Efter opkøbet af ABX har DSV nået en størrelse, der gør koncernen interessant som ”one-stop-shopping-solution” for større multinationale kunder²⁸. Den styrkede afdelings hovedformål er at øge mersalget mellem de tre divisioner og øge integrationen med de globale kunder. Afdelingen har også til opgave at sikre øget kommunikation mellem de autonome landeledelser for at sikre ensartede produkter²⁹.

DSV forventer, at denne strategi vil øge koncernens omsætning samt medføre economies of scale. Dette vil nedbringe omkostningerne forbundet med at servicere de større globale kunder og derved øge profitabiliteten på disse. Ved at have en central salgsafdeling til globale kunder sikres også en ensartet høj kvalitet af DSV’s ydelser, uagtet hvor i verden den leveres³⁰.

²⁷ DSV Årsrapport 2009, s. 14-23

²⁸ DSV Årsrapport 2009, s. 5

²⁹ DSV Årsrapport 2009, s. 14-23

³⁰ www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010

2.4.4 Best in class IT

DSV implementerede i 2009 it-værktøjet ”DSV e-services”, der har forbedret og effektiviseret kommunikationen med kunderne. Værktøjet tillader blandt andet kunderne at booke ydelser elektronisk, hvilket har effektiviseret transportbestillingsprocessen for både DSV og kunderne. I enkelte lande foregår 80% af alle bookinger nu elektronisk³¹.

DSV satser generelt på øget it-integration med kunderne for at kunne levere skræddersyede transportløsninger og supply chain management. For at muliggøre dette satser virksomheden på ”best in class” IT i forventning om at opnå konkurrencemæssige fordele.

Koncernen har centraliseret IT-funktionen, og hver division har sit eget IT-system til at styre divisionens hovedaktivitet. Afdelinger i opkøbte selskaber som ABX integreres under divisionernes IT-plattform afhængig af hovedaktivitet³².

³¹ DSV Årsrapport 2009, s. 6

³² www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010

2.5 Produkter

DSV tilbyder en bred portefølje af produkter inden for transport og logistikløsninger, og koncernen har kapaciteten til at skræddersy disse til kundens specifikke behov. I dette afsnit beskrives produkterne inden for vejtransport, sø- og luftfragt samt logistikløsninger.

2.5.1 Vejtransport

DSV Road tilbyder alle former for integrerede vejtransportløsninger. DSV har en kapacitet på 220.000.000 kvadratmeter fordelt på cirka 100 terminaler i Europa. Sammen med et stærkt netværk af partnere er DSV Europas tredjestørste udbyder af transport- og logistikløsninger.

Gennem primært uafhængige vognmænd tilbyder DSV:

- Stykgods - partlæs og hele læs
- Tekstiltransport
- Tip- og containertransport
- Pulvertransport på op til 60m³
- Farligt gods-transport
- Distribution og kørsel
- Temperaturreguleret transport
- Biltransport
- Specialtransport

DSV Road leverer skræddersyede transportløsninger til en del industrier såsom tekstilbranchen, automobilindustrien, kemisk industri og lignende³³.

2.5.2 Messespedition

DSV Messespedition under DSV Road tilbyder komplette løsninger fra dør til messestand. DSV håndterer kontakten til den lokale messespeditor og koordinerer levering og afhentning på udstillingsstedet samt opbevaring af tom emballage under udstillingen.

Kunderne betjenes efter den af DSV etablerede model "One Point of Entry", hvor én kontaktperson følger opgaven gennem hele processen³⁴.

³³ www.dsv.dk

³⁴ www.dsv.dk

2.5.3 Luftfragt

DSV Air & Sea er en global udbyder af lokale ydelser indenfor luftfragt, der tilbyder innovative løsninger, uanset hvilken type gods der transporteres. Produkterne bliver skræddersyet til kunderne baseret på følgende elementer:

- National og international distribution
- Faste konsolideringer
- Direkte sendinger
- Fast plads hos luftfartsselskaber
- Dør-til-dør service
- Indfortoldningsprocedurer og udstedelse af alle nødvendige dokumenter
- IT-løsninger - standard eller kundetilpasset³⁵

2.5.4 Søfragt

DSV Air & Sea tilbyder ligeledes søfragt baseret på faste afgangsfrekvenser. DSV betjener sine kunder gennem et verdensomspændende net af egne kontorer og strategiske partnere.

Koncernen har indgået strategiske alliancer med førende rederier på de vigtigste destinationer og er derfor i stand til at tilbyde en høj grad af fleksibilitet. Følgende produkter tilbydes indenfor søfragt:

- Stykgodstrafikker til alle hoveddestinationer
- Full-loads service
- Ugentlige afskibninger til og fra alle hoveddestinationer
- Faste afgang og pladssikkerhed
- Dør-til-dør service
- Indfortoldning samt øvrig dokumentassistance
- IT-løsninger - standard eller kundetilpasset³⁶

³⁵ www.dsv.dk

³⁶ www.dsv.dk

2.5.5 Projekt transport

DSV Projects hører under DSV Air & Sea divisionen og er specialiseret i planlægning og afvikling af global, projektrelateret transport og logistik. Der tilbydes ydelser i form af:

- Flycharter
- Skibsbefragtning
- Logistik og transport af vindmøller
- Logistik ved nødhjælpsindsatser
- Logistik til kriseområder for Forsvar og regering
- Pack & Ship - når gods skal pakkes, uanset størrelsen
- Transport af vitale reservedele til olie og gasproduktionen
- Logistik for marineindustrien
- Industrielle projekter og overdimensioneret gods³⁷

2.5.6 Lager og logistik

DSV Solutions er udbyder af supply chain management på tværs af landegrænser. DSV udformer og implementerer dedikerede og integrerede løsninger baseret på kundernes behov og ønsker.

Afdelingen tilbyder kunderne en velfungerende og fleksibel supply chain i form af oplagring, transport og håndtering af gods samt et omfattende informationsflow.

Kunderne betjenes også her efter ”One Point of Entry”-modellen, hvor én kontaktperson følger opgaven gennem hele forløbet.

DSV solutions tilbyder ligeledes videreforarbejdning af produkter umiddelbart før levering. Det kan være sig i form af montering, ompakning eller klargøring før installation³⁸.

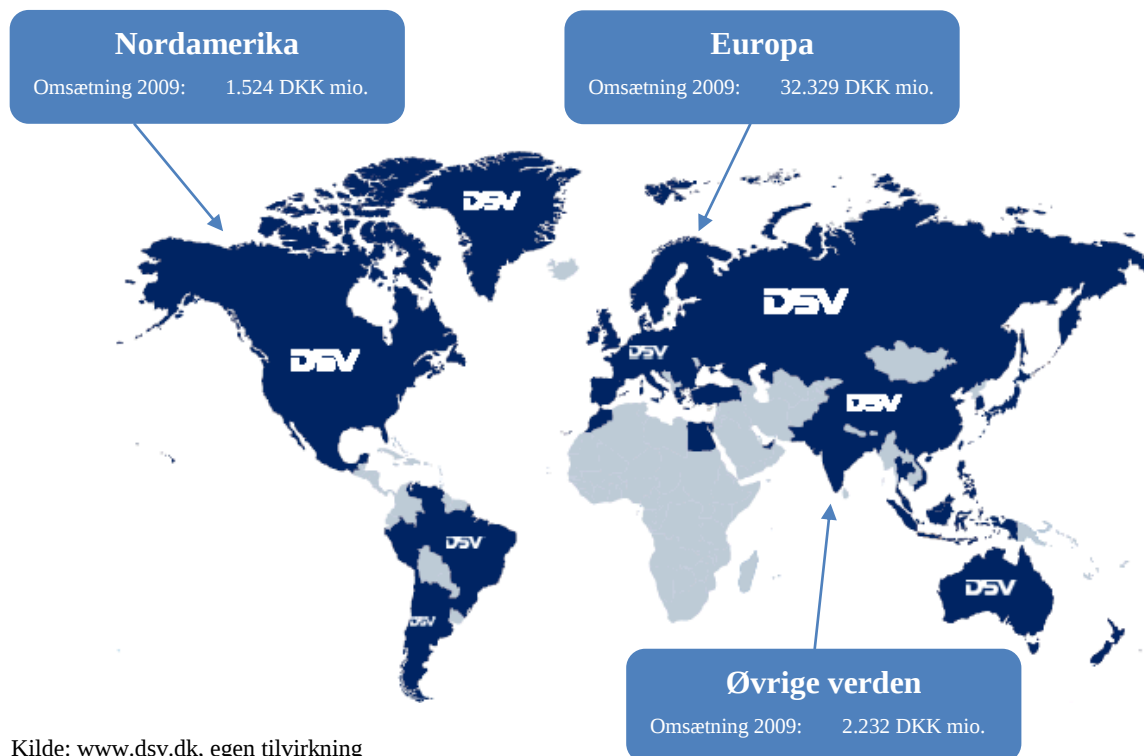
³⁷ www.dsv.dk

³⁸ www.dsv.dk

2.6 Markeder

DSV er en global leverandør af transport og logistikløsninger, der er repræsenteret i 61 lande gennem egne selskaber. Koncernen har derudover et større antal partnere og agenter på verdensplan, så DSV kan servicere sine kunder i mere end 110 lande³⁹.

Figur 4: DSV - En global udbyder af transport- og logistikløsninger



Kilde: www.dsv.dk, egen tilvirkning

2.6.1 Europa

Hovedparten af DSV's omsætning kommer fra det europæiske marked, hvor DSV Road, Air & Sea samt Solutions tilbyder alle koncernens produkter. DSV omsatte for 32.329 DKK mio. i Europa i 2009 svarende til 90% af den samlede omsætning.

På trods af DSV's status som global leverandør bidrager de nordiske lande betragtelig med 29% af omsætningen. Denne andel er dog reduceret væsentlig efter opkøbene af Frans Maas og ABX⁴⁰.

³⁹ DSV Årsrapport 2009, s. 2

⁴⁰ www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010

2.6.2 Nordamerika og Øvrige verden

Uden for Europa udbyder DSV kun transport- og logistik løsninger inden for sø- og luftfragt gennem DSV Air & Sea.

I Nordamerika er USA det primære marked, mens der i den øvrige verden hovedsageligt sælges til APAC⁴¹-landene. Nordamerika og Øvrige verden udgjorde i 2009 henholdsvis 4% og 6% af koncernens samlede omsætning.

⁴¹ Asia-Pacific (Asien og Stillehavet)

2.7 Ejerforhold

DSV er et børsnoteret aktieselskab på NASDAQ OMX Copenhagen. Den 31. december 2009 var der udstedt 209.150.000 stk. aktier⁴² af en stykstørrelse på 1 DKK og med én stemmeret per aktie. Selskabet er blandt en af de mest omsatte aktier på NASDAQ OMX Copenhagen, og i 2009 havde selskabet i gennemsnit en daglig omsætning på 1.272.440 stk., hvilket svarer til 0,61 % af aktiekapitalen.

Korrigeres der for udstedelsen af fondsaktier i 2007, så har såvel aktiekapitalen som den gennemsnitlige omsætning af aktier været stabil i analyseperioden fra 2005 til 2010. Dette er sammenfattet i Tabel 5, hvoraf det fremgår, at antallet af udstedte aktier har ligget omkring 200.000.000 stk., mens den gennemsnitlige daglige omsætning af aktier har været på mellem 0,51% og 0,72% af aktiekapitalen.

Tabel 5: Udvalgte aktienøgletal

DSV: Udvalgte aktienøgletal for perioden 2005 - 2009						
Dato:	30.06.2010	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005
Nominal stykstørrelse, i DKK ¹	1	1	1	1	2	2
Antal aktier ultimo, i antal stk. (ukorrigeret tal)	209.150.000	209.150.000	190.150.000	201.500.000	20.150.000	20.896.143
Antal aktier ultimo, i antal stk. (korrigeret tal) ¹	209.150.000	209.150.000	190.150.000	201.500.000	201.500.000	208.960.000
Gennemsnitlig daglig omsætning, i antal stk.	-	1.272.440	1.129.805	1.443.640	140.147	106.217
Gennemsnitlig daglig omsætning, i pct.	-	0,61%	0,59%	0,72%	0,70%	0,51%
1) På DSV's generalforsamling den 30. april 2007 blev der vedtaget et aktiesplit/udstedelse af fondsaktier i forholdet 1:10. Nedsættelsen af stykstørrelsen på selskabets aktier var fra 2 DKK per aktie til 1 DKK per aktie. Samtidig tildeltes fondsaktier, således at der for hver eksisterende aktie af nominelt 1 DKK blev tildelt 4 nye fondsaktier.						

Kilde: DSV Årsrapport 2005-09, egen tilvirkning

Den 31. december 2009 udgjorde antallet af navnenoterede aktier 74% af den samlede aktiekapital, og som det fremgår af Tabel 6, så har antallet af navnenoterede aktier været omkring 70% over analyseperioden.

Tabel 6: Navnenoterede aktionærer

Aktionærsammensætning: Navnenoterede aktionærer i % af aktiekapitalen					
Dato:	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005
Navnenoterede aktionærer	74%	72%	71%	66%	76%

Kilde: DSV Årsrapport 2005-09, egen tilvirkning

⁴² Det samlede antal udstedte aktier inklusiv selskabets egne aktier.

Med undtagelse af regnskabsåret 2005 er det muligt at opnå en ensartet kategorisering af de navnenoterede aktier, og det fremgår, at fordelingen har været forholdsvis stabil over den analyserede periode. Det fremgår ligeledes, at over halvdelen af de navnenoterede aktier ejes af finansielle virksomheder, fonde og pensionskasser, mens kun ca. 5% er ejet af private investorer.

Per 31. december 2007 udgjorde selskabets ejerandel 10% af de navnenoterede aktier. Denne høje ejerandel skyldtes selskabets aktietilbagekøbsprogrammer, der var iværksat med henblik på at nedsætte selskabets aktiekapital gennem en annullering af egne aktier.

Aktietilbagekøbsprogrammerne blev dog ikke videreført i regnskabsåret 2009, og i forbindelse med afhændelsen af egne aktier, som følge af ønsket om en kapitalforhøjelse, var selskabets beholdning pr. 31. december 2009 stort set afhændet. I første halvår 2010 har selskabet tilbagekøbt 100 millioner aktier til en samlet værdi på 103 DKK mio.⁴³.

Tabel 7: Fordeling af navnenoterede aktionærer

Aktionærsammensætning : Fordeling af navnenoterede aktionærer i %				
Dato:	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006
Finansielle virksomheder, fonde og pensionskasser	55%	54%	56%	61%
Private	3%	5%	4%	6%
DSV	0%	5%	10%	2%
Andre	41%	35%	30%	32%
1) Grundet ændret kategorisering er data for 2005 ikke medtaget i tabellen.				

Kilde: DSV Årsrapport 2006-09, egen tilvirkning

De navnenoterede aktier var per 31. december 2009 fordelt på 40.780 aktionærer, hvoraf de 100 største navnenoterede aktionærer ejede 44% af den samlede aktiekapital. I den valgte analyseperiode har ejerandelen hos de 100 største aktionærer været forholdsvis stabil og ligget på ca. 50 % af den samlede aktiekapital.

Tabel 8: Ejerandel for de 100 største navnenoterede aktionærer

Aktionærsammensætning: 100 største navnenoterede aktionærers ejerandel i % af den samlede aktiekapital				
Dato:	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006
100 største aktionærers ejerandel, i pct. af samlet aktiekapital	44%	56%	51%	45%
1) Data forligger ikke for regnskabsåret 2005				

Kilde: DSV Årsrapport 2006-09, egen tilvirkning

⁴³ Fondsbørsmeddelelse d. 27/04 2010: "Share buy-back in DSV A/S"

Ved regnskabsårets afslutning ejede ATP 5,88 % af selskabets aktier og var dermed den største aktionær i selskabet. Ses der bort fra selskabets ejerandel af egne aktier - som primært er foretaget med henblik på at afdække selskabets incitamentsprogrammer og for at tilpasse kapitalstrukturen - så er det kun ATP, der i den analyserede periode har haft en ejerandel der oversteg 5% af den samlede aktiekapital.

ATP's ejerandel har i analyseperioden i gennemsnit ligget på ca. 7,5% af aktiekapitalen.

Tabel 9: Investorer med en ejerandel over 5% af aktiekapitalen

Aktionærsammensætning: Aktionærer med en ejerandel over 5% af aktiekapitalen					
Dato:	Ejerandel i %				
	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005
ATP	5,88%	9,07%	7,28%	7,66%	8,00%
DSV	-	-	6,51%	-	5,17%

Kilde: DSV Årsrapport 2005-09, egen tilvirkning

Selskabets andel af udenlandske investorer har været støt stigende i analyseperioden og er steget fra 23,7% per 31. december 2005 til per 31. december 2009 at udgøre 55,4% af de navnenoterede aktionærer. Denne stigning i udenlandske investorer skal ses som en naturlig følge af selskabets øgede globale tilstedeværelse.

Tabel 10: Geografisk fordeling

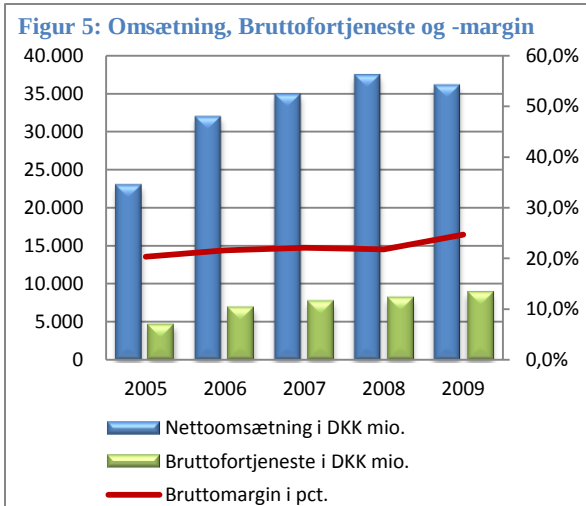
Aktionærsammensætning: Geografisk fordeling af de navnenoterede aktionærer i %					
Dato:	Ejerandel i %				
	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006	31.12.2005
Danmark	44,6%	59,2%	62,0%	75,8%	76,3%
Udland	55,4%	40,8%	38,0%	24,2%	23,7%

Kilde: DSV Årsrapport 2005-09, egen tilvirkning

2.8 Økonomi

Selskabets nettoomsætning har været stigende i perioden fra regnskabsåret 2005, hvor omsætningen var på 23.015 DKK mio. og frem til 2008, hvor omsætningen var på 37.435 DKK mio. I regnskabsåret 2009 faldt omsætningen til 36.085 DKK mio.

I perioden var den gennemsnitlige årlige vækst i nettoomsætningen, CAGR⁴⁴, på 11,9%, hvilket i betydeligt omfang var en følge af opkøb.

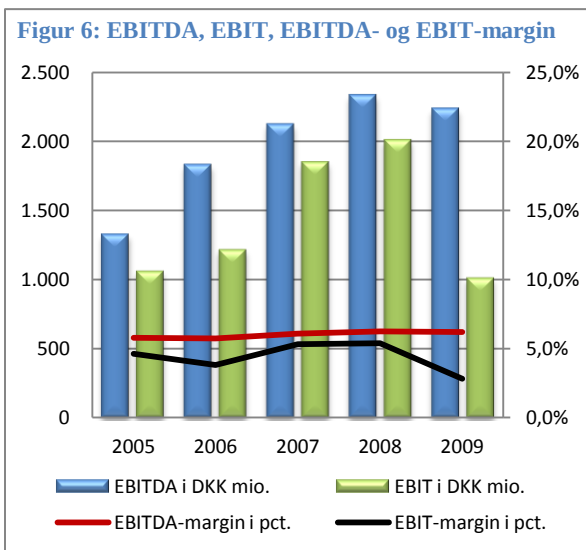


Kilde: DSV Årsrapport 2005-09, egen tilvirkning

Bruttofortjenesten var stigende i hele perioden og steg fra 4.667 DKK mio. i 2005 til 8.898 DKK mio. i 2009. Bruttomarginen var i periodens fire første regnskabsår i gennemsnit på 21,5%, og på trods af et fald i nettoomsætningen på 3,6% i 2009 var der fra 2008 til 2009 en stigning på 2,9 procentpoint. Dette medførte en bruttomargin for regnskabsåret 2009 på 24,7%.

EBITDA har med undtagelse af et mindre fald i 2009 været jævnt stigende i den analyserede periode og er fra 2005 til 2009 steget fra 1.332 DKK mio. til 2.239 DKK mio. EBITDA-marginen har i samme perioden ligget mellem 5,7% og 6,2%, som var niveauet i 2009.

EBIT har ligeledes været stigende over analyseperioden, med undtagelse af 2009 hvor EBIT faldt med næsten 50% til 1.015 DKK mio., hvilket var på niveau med 2005.



Kilde: DSV Årsrapport 2005-09, egen tilvirkning

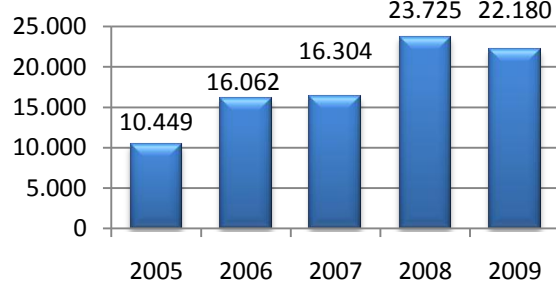
EBIT-marginen har i perioden varieret fra 2,8% til 5,4%. Denne volatilitet skyldes primært omstrukturingsomkostninger i forbindelse med integrationen af Frans Maas og ABX⁴⁵.

⁴⁴ GAGR: Compounded Annual Growth Rate = $((36.085/23.015)^{(1/4)}) - 1 = 11,9\%$

⁴⁵ DSV Årsrapport 2006 og 2009, note 7

Selskabets aktiver er i den analyserede periode blevet fordoblet fra 10.449 DKK mio. i 2005 til 22.180 DKK mio. i 2009. Årsagen til dette skal primært findes i opkøbet af Frans Maas i 2006 og ABX i 2008, hvor aktiverne steg med henholdsvis 5.613 DKK mio. og 7.421 DKK mio.

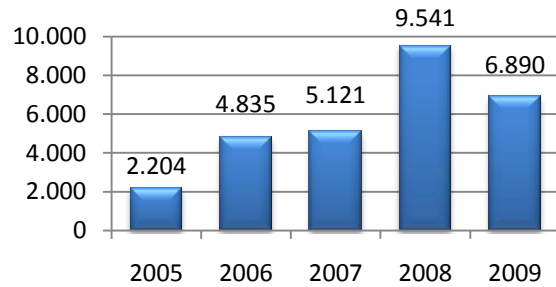
Figur 7: Aktiver i alt (DKK mio.)



Kilde: DSV Årsrapport 2005-09, egen tilvirkning

Den rentebærende gæld er i analyseperioden blevet mere end tredoblet fra 2.204 DKK mio. i 2005 til 6.890 DKK mio. i 2009. Denne stigning er hovedsagligt forårsaget af de nævnte opkøb, hvor den rentebærende gæld blev forøget med henholdsvis 2.631 DKK mio. og 4.420 DKK mio. Gælden er i 2009 reducerede med 2.651 DKK mio. til 6.890 DKK mio.

Figur 8: Nettorentebærende gæld (DKK mio.)



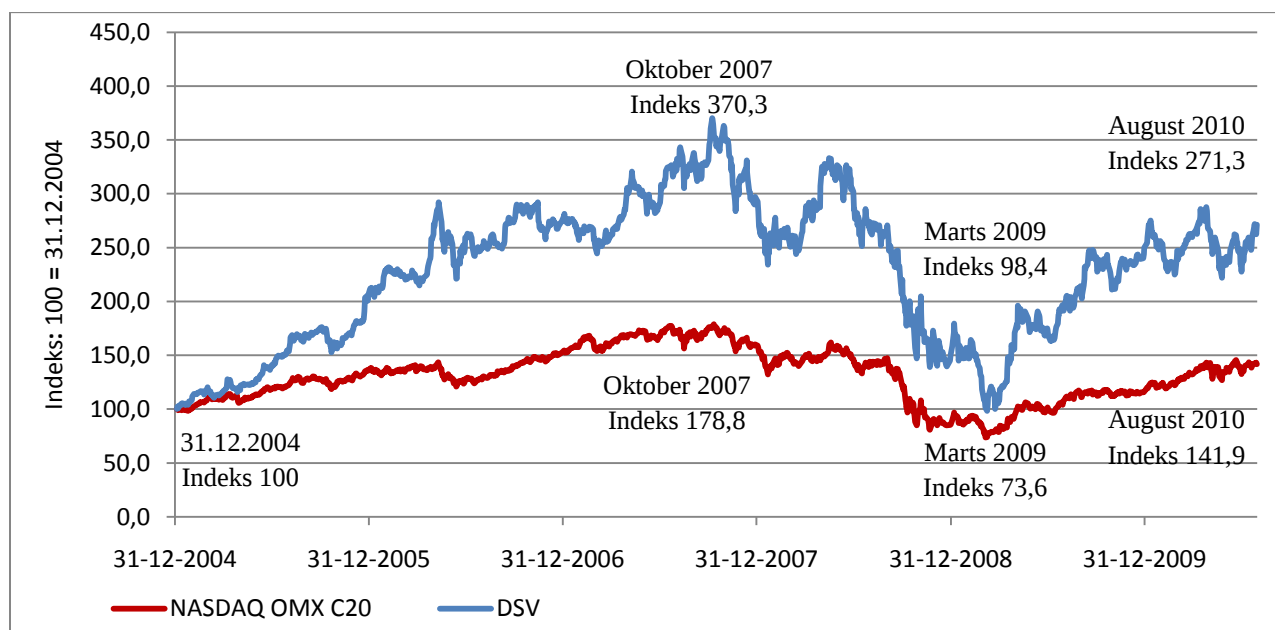
Kilde: DSV Årsrapport 2005-09, egen tilvirkning

2.9 Udvikling i aktiekurs

Nedenstående figur viser udviklingen i aktiekursen for DSV og NASDAQ OMX C20 i perioden fra den 31. december 2004 til den 1. august 2010. I figuren er såvel DSV som OMX C20 indekseret med 31. december 2004 lig 100, og udviklingen er hermed sammenlignelig i perioden.

Kursen på såvel DSV-aktien som OMX C20 indekset har i den analyserede periode været særdeles volatil. Således toppede DSV-aktien på indeks 370,3 i oktober 2007, hvorefter den faldt til indeks 98,4 i marts 2009. Udviklingen i OMX C20 var i den analyserede periode knap så voldsom, og indekset toppede på 178,8 i oktober 2007, inden det faldt til indeks 73,6 i marts 2009. Dette svarer til et fald fra top til bund på 73,4% for DSV aktien og 58,8% for OMX C20.

Figur 9: Kursudvikling

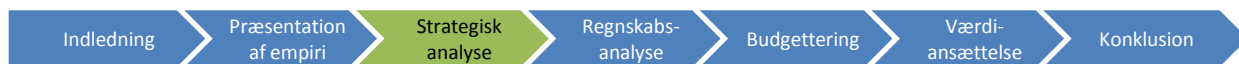


Kilde: www.cse.dk, egen tilvirkning

Set over hele analyseperioden steg DSV med 171,3%, mens OMX C20 indekset steg med 41,9%. På trods af et kraftigt fald i regnskabsåret 2008 har DSV aktien været blandt de mest omsatte aktier på NASDAQ OMX Copenhagen i hele analyseperioden.

Udbyttebetalingerne har varieret væsentligt i perioden, og er kraftigt korreleret med udviklingen i aktiekursen. Således var udbyttet på 2,5 DKK per aktie i 2005 og 2006, 0,25 DKK per aktie i 2007 og 2009, mens der i 2008 ikke blev betalt udbytte. Faldet fra 2006 til 2007 skyldes aktiesplittet 1:10 der blev foretaget i 2007.

3 Strategisk analyse



For at kunne vurdere markedsværdien af DSV kræves en grundig analyse af såvel koncernens regnskaber, samt det miljø og den konkurrencesituation den befinder sig i.

Dette afsnit vil analysere og identificere de væsentlige strategiske, ledelsesmæssige og økonomiske forhold, som påvirker DSV's fremtidige drift og dermed værdi. Den strategiske analyse vil sammenholdt med regnskabsanalysen ligge til grund for budgetteringen af DSV's fremtidige indtjening.

Dette kapitel er opdelt i en omverdensanalyse baseret på PEST⁴⁶-modellen, en brancheanalyse ved brug af Porter's Five Forces samt en intern analyse af koncernens vækststrategi. De væsentligste faktorer, som modellerne identificerer, vil blive sammenfattet i en SWOT⁴⁷-analyse.



3.1 PEST

DSV bliver, som den øvrige spedititionsbranche, påvirket af eksterne faktorer, som koncernen hovedsageligt er uden indflydelse på. Disse faktorer skaber muligheder og trusler, som DSV skal forholde sig til i fremtiden. Faktorerne er derudover i konstant forandring, og DSV's fremtidige drift bliver derfor påvirket på både kort og lang sigt.

PEST-modellen benyttes til at identificere disse faktorer, samt vurdere hvorledes de vil udvikle sig. Modellen analyserer de politiske, lovgivningsmæssige, økonomiske, sociokulturelle samt teknologiske forhold, der har indflydelse på DSV og identificerer de muligheder og trusler, dette medfører⁴⁸. Fokus for omverdensanalysen vil hovedsagligt være Europa, da størstedelen af koncernens omsætning genereres på dette marked⁴⁹.

⁴⁶ Political, Economic, Social, Technological (Politiske, Økonomiske, Sociokulturelle, Teknologiske)

⁴⁷ Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats (Styrker, Svagheder, Muligheder, Trusler)

⁴⁸ J. Lægaard m. fl., 2003, s. 52

⁴⁹ DSV Årsrapport 2009, s. 64

3.1.1 Politiske faktorer og lovgivning

Dette afsnit analyserer, hvorledes DSV's drift og indtjening fremadrettet vil blive påvirket af politiske forandringer samt lovgivning og regulering. Transportsektoren, og dermed speditiionsbranchen, er påvirket af både branchespecifik lovgivning, samt lovgivning der generelt påvirker alle brancher⁵⁰.

Allerede i Rom-traktaten fra 1957 blev en fælles transportpolitik fremsat som et mål for EU. Transportsektoren har lige siden haft stor politisk interesse, da den har været en af grundstenene i etableringen af det frie indre marked i Europa. Det oprindelige tilladelsessystem var dog bureaukratisk og stift, og sammenholdt med et kvotesystem begrænsede det væksten i transport inden for EU⁵¹.

Systemet bortfaldt ved markedsliberaliseringen i 1993, hvilket gjorde det lettere for aktører i speditiionsbranchen at konkurrere på hele det europæiske marked. Liberaliseringen og harmoniseringen af lovgivning inden for EU er dog endnu ikke afsluttet⁵².

Eksempelvis er det vanskeligt for udenlandske vognmænd at opnå tilladelse fra de lokale myndigheder til at operere i Grækenland. Lokale speditører har investeret i langvarige kvotekontrakter, som regeringen endnu ikke har haft politisk opbakning til at afvikle⁵³.

EU arbejder stadig målrettet på at etablere fælles vilkår, der fører til en fair konkurrence med fri adgang til international samt indenrigskørsel. Blandt andet arbejdes der mod en harmonisering af afgifter til erhvervsformål som eksempelvis betalingsveje og brændstofudgifter. Harmonisering af kørselsforbud og chaufførernes arbejdsvilkår skal sikre en fair konkurrence på vejtransport på tværs af EU - især med henblik på de østeuropæiske lande⁵⁴.

⁵⁰ OECD, Comparing Administrative Burdens Across Countries, 2009, s. 133

⁵¹ M. Klatt, 2008, s. 29

⁵² M. Klatt, 2008, s. 168

⁵³ N. Larsen, Interview, 04/11 2010

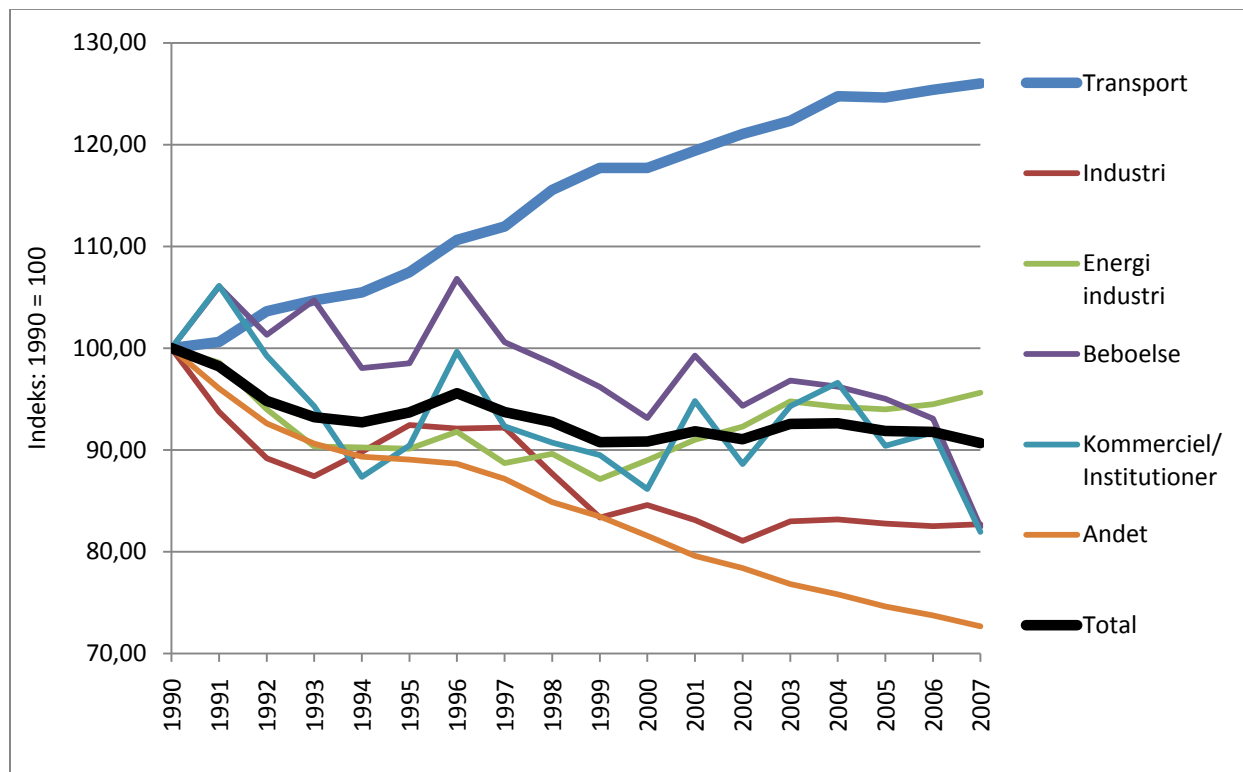
⁵⁴ M. Klatt, 2008, s. 168

EU-kommissionen udfærdigede i 2001 Hvidbogen for Den Europæiske Transportpolitik, der beskrev den forventede udvikling i transportbranchen frem til 2010. Hvidbogen gældende for det næste årti bliver udgivet i slutningen af 2010, men det forventes, at der fremadrettet vil blive arbejdet på de samme problemstillinger⁵⁵.

En af de væsentligste udfordringer for transportsektoren vil blive en reduktion i udledningen af CO₂-gasser. Sektoren bidrog i 2007 med 19,5% af den samlede udledning i EU-27 landene, hvilket var en stigning på 5,5 procentpoint i forhold til udgangspunktet i 1990 på 14,0%⁵⁶.

Som det fremgår af nedenstående figur, har transportsektoren oplevet en væsentlig større vækst end andre sektorer i perioden 1990-2007.

Figur 10: EU-27 udvikling i CO₂ udledning mio. tons 1990-2007 (Indekseret 1990 = 100)



Kilde: Europa Kommissionen, 2010, EU energy and transport in figures, s. 185 samt egen tilvirkning

⁵⁵ <http://ec.europa.eu/transport>

⁵⁶ Europa Kommissionen, EU energy and transport in figures, 2010, s. 185

Den store politiske fokus på reduktion af CO₂ udledning i EU's 2020 mål vil lægge pres på transportsektoren, for at denne skal reducere udledningen og blive mere bæredygtig. Dette vil formentlig lede til forhøjede omkostninger grundet stigende afgifter på blandt andet drivmidler og indførelse af vejafgifter.

Vejtransport bidrager med 93,1% af transportsektorens CO₂ udledning⁵⁷, men udgjorde i 2008 kun 45,1% af godstransporten i EU-27 målt i ton-kilometer⁵⁸. Det kan derfor forventes, at der fra politisk side vil blive krav om en ændring i fordelingen mellem de forskellige transportformer⁵⁹.

Denne trend er gældende på verdensplan eksemplificeret ved FN's klimatopmøde i København i 2009. Transportsektoren vil globalt blive underlagt stigende krav om en reduktion af CO₂ fra både sø- og luftfragt, men i særdeleshed fra vejtransport. For spedititionsbranchen vil det betyde stigende omkostninger til underleverandørerne som følge af afgifter, samt en ændring i fordelingen mellem anvendelse af sø- og luftfragt, jernbane samt vejtransport.

Udover CO₂ udledning er der dog opstået en række problemstillinger i Europa, der i fremtiden vil medføre ændringer for transportsektoren fra politisk hold, og som også vil få indflydelse på DSV og den øvrige spedititionsbranche. Disse er ligeledes behandlet i Europa kommissionens Hvidbog, samt de midlertidige arbejder der er udfærdiget for den nye plan.

Den stigende samhandel og globaliseringen af varemarkederne har ført til en stadig stigende efterspørgsel efter godstransport, hvilket har øget presset på den europæiske vejinfrastruktur. Dette har medført flaskehalse og kødannelse på vejene, og EU-27 landene forventes ikke at forbedre infrastrukturen tilstrækkeligt til at problemet løses i fremtiden⁶⁰.

Det forventes derfor, at EU kommissionen vil iværksætte en række initiativer for at påvirke, hvorledes godstransport foretages i fremtiden. Der vil blive indført øgede afgifter for vejtransport samt blive investeret i infrastruktur for at fremme alternative transportformer såsom jernbane og sø- og luftfragt.

⁵⁷ Europa Kommissionen, 2009, Panorama of Transport, s. 170

⁵⁸ Måleenhed for antallet af ton og distancen disse transporteres i kilometer

⁵⁹ Europa Kommissionen, 2010, EU energy and transport in figures, s. 108

⁶⁰ S. Emmett, 2009, s. 212-213

Derudover vil EU forsøge at skabe gunstige forhold for godstransport, der benytter sig af flere transportformer i fragtens vej fra A-B, intermodaltransport. Dette vil ske gennem investeringer i infrastruktur, der forbedrer de tekniske forhold for intermodaltransport og skabe standardiserede størrelser for fragtgods.

Grundet de korte transportafstande internt i EU vil det formentlig kun blive relevant at indføre intermodaltransport for længere strækninger - eksempelvis fra Danmark til Syditalien⁶¹.

Luftfragt vil blive fremmet ved at øge lufthavnskapaciteten samt skabe bedre intermodal forbindelse med eksempelvis jernbane. Søfragt vil blive fremmet på samme vis ved harmonisering af regler for intern søfragt i EU og bedre muligheder for intermodaltransport⁶². Det er derfor essentielt for DSV, at man i fremtiden er klar til at omlægge en del af transporten fra Road til Sea- and Air divisionen samt jernbane.

Flaskehalsene i den europæiske infrastruktur bliver forventeligt værre, og dette kan give forsinkelser og dermed gøre leveringen ustabil. I takt med at virksomheder bliver mere afhængige af en fleksibel supply chain med just-in-time levering, skal DSV kunne sikre levering af de rette mængder til rette tid.

DSV vil ligeledes blive påvirket af forhøjede omkostninger til underleverandørerne som følge af øgede afgifter – især for vejtransport. For ikke at opleve faldende profitabilitet skal koncernen kunne sende de øgede omkostninger videre til kunderne. Er dette ikke muligt kan koncernen være tvunget til at benytte alternative transportformer, såfremt ændringerne gør disse mere rentable.

⁶¹ N. Larsen, Interview, 04/11 2010

⁶² S. Emmett, 2009, s. 212-213

3.1.2 Økonomiske faktorer

Den økonomiske udvikling både i Europa og globalt har stor indflydelse på efterspørgslen af transportydelser. Udviklingen påvirker aktiviteten i den globale samhandel samt renteniveauet, hvilket vil have indvirkning på DSV's omsætning og omkostningerne til fremmedkapital i fremtiden.

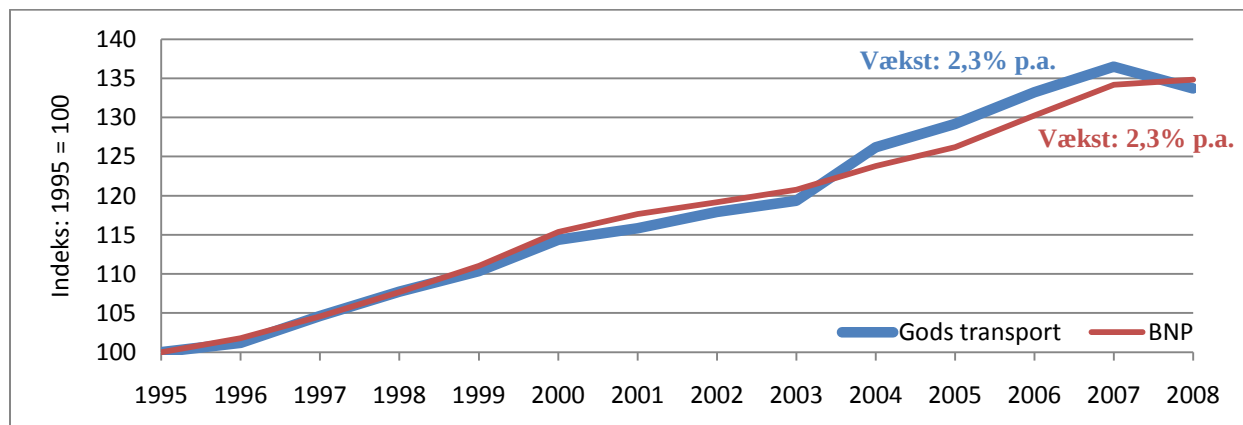
3.1.2.1 Global økonomisk vækst

Udviklingen i BNP har stor indvirkning på mængden af godstransport i Europa. Historisk har der været en nær sammenhæng mellem væksten i BNP og væksten i intra-EU godstransport⁶³ målt i ton-kilometer. Volumen og omsætning i transportsektoren og speditorsbranchen er dermed særdeles konjunkturfølsom.

Fra 1995 til 2008 var den gennemsnitlige årlige vækstrate på 2,3% p.a. for både BNP i faste priser⁶⁴ og godstransporten i EU-27 landene. I perioden 2000 til 2008 var den gennemsnitlige årlige vækst en smule lavere på 2,0% p.a. for både BNP og godstransport⁶⁵.

Det fremgår af nedenstående figur, at der ligeledes har været en stærk positiv korrelation i udsvingene i de to vækstrater. Den fremtidige europæiske udvikling i BNP vil derfor give gode indikationer på den forventede udvikling for transport internt i Europa⁶⁶.

Figur 11: EU-27 udvikling for BNP i faste priser og intra-EU godstransport målt i ton-kilometer (Indekseret 1995 = 100)



Kilde: Europa Kommissionen, 2010, EU energy and transport in figures, s. 108, Eurostat⁶⁷, egen tilvirkning

⁶³ Inkluderer transport på vej, jernbane, olieledninger samt intern europæisk sø- og luftfragt

⁶⁴ Niveau år 2000

⁶⁵ Europa Kommissionen, 2010, EU energy and transport in figures, s. 96

⁶⁶ Europa Kommissionen, 2009, Panorama of Transport, s. 5

⁶⁷ http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/database

Som det fremgår af nedenstående tabel blev BNP for EU-landene i 2009 påvirket kraftigt af den globale krise. EU forventer, at væksten igen bliver positiv, om end den forbliver lav. Som følge af denne udvikling kan transportsektoren internt i EU forventes at opleve lavere vækst de kommende år end det historiske niveau.

Tabel 11: EU-27 forventet udvikling i BNP 2009-2011

Vækst i BNP i faste priser, niveau 2000			
År	2009 ^a	2010 ^f	2011 ^f
EU-27	-4,2%	1,0%	1,7%
^a = aktualiseret, ^f = forventet			

Kilde: Eurostat⁶⁸, egen tilvirkning

Godstransporten ud af Europa til nabolandene i Østeuropa samt Nordafrika forventes dog at vokse kraftigere. Den globale godstransport vil ligeledes vokse mere end den europæiske, primært drevet af væksten i udviklingslandene⁶⁹.

For den øvrige verden eksisterer der ikke den samme tætte korrelation i udviklingen mellem BNP på verdensplan og den globale godstransport. Her vil ændringer i handlen forventeligt være en bedre indikator på den fremtidige vækst. Nedenstående tabel viser den forventede udvikling.

Tabel 12: Forventet udvikling i verdenshandlen

Vækst i verdenshandlen målt i værdien af varer							
År	2009 ^a	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f
Verdenshandlen	-11,1%	11,5%	5,7%	6,3%	6,4%	6,6%	6,0%

Kilde: Economist Intelligence Unit⁷⁰, egen tilvirkning

Verdenshandlen blev påvirket kraftig af den globale økonomiske krise i 2009 og faldt med hele 11,1% ifølge Economist Intelligence Unit. I første kvartal alene faldt volumen i søfragten fra EU til USA og APAC-landene med henholdsvis 20,9% og 24,0% i forhold til første kvartal 2008. I samme periode faldt luftfragten med 28,2% til USA og 25,8% til APAC-landene⁷¹.

⁶⁸ http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/database

⁶⁹ Europa Kommissionen, 2009, Future of Transport, s. 15

⁷⁰ <http://gfs.eiu.com.esc-web.lib.cbs.dk/Article.aspx?articleType=wt&articleId=1387504723&secId=0>

⁷¹ Frost & Sullivan, 2009, s. 18-20

Det ses ligeledes af Tabel 12, at verdenshandlen vil indhente faldet fra 2009 i løbet af 2010, hvor væksten forventes at være 11,5%. I perioden 2011 til 2015 vil væksten være lavere, men stadig ligge omkring de 6%, hvilket er væsentlig højere end den forventede vækst for transportsektoren internt i EU.

Mange vestlige regeringer vedtog lovgivningspakker til stimulering af økonomien under den finansielle krise med henblik på at genoprette den økonomiske vækst. Virkningen af disse stimuleringspakker vil aftage i anden halvdel af 2010, hvilket kan medføre lavere global vækst end forventet og risiko for en ny recession i mange vestlige lande. Såfremt dette er tilfældet vil den globale handel blive lavere end antaget, og transportsektoren må forventes at blive ramt hårdt⁷².

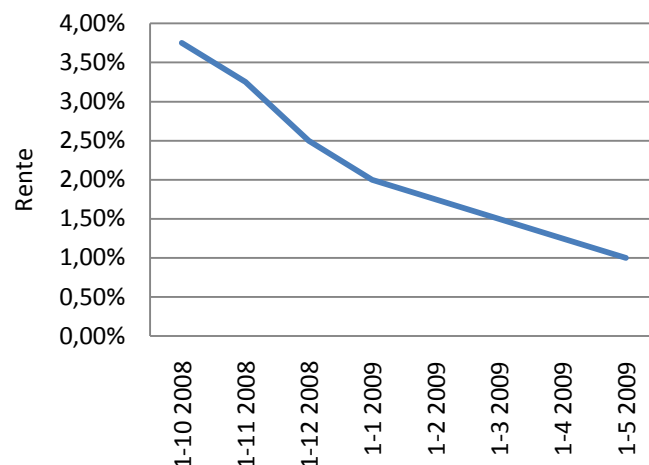
DSV's asset light-strategi stiller koncernen fordelagtig til at udnytte en øget efterspørgsel samt tilpasse aktivitetsniveauet til et faldende behov for transportydelser. Ved at benytte underleverandører er DSV i stand til at tilpasse organisation og omkostninger til aktivitetsniveauet, og en stor del af risikoen er i stedet flyttet til underleverandørerne. DSV's omsætning vil dog blive påvirket betydeligt af væksthiveauet i den globale handel.

3.1.2.2 Renteudvikling

Den Europæiske Centralbank, ECB, har under den globale økonomiske krise sænket renten med henblik på at stimulere væksten i Europa.

Figur 12 viser de seneste otte renteændringer for MRO⁷³-renten foretaget i periode fra oktober 2008 til maj 2009. Dette er lånerenten som ECB udbyder til finansieringen af det europæiske banksystem⁷⁴.

Figur 12: ECB udvikling i udlånsrente



Kilde: ECB, egen tilvirkning

⁷² Economist Intelligence Unit, Global Forecasting Services, "Global Risk: The global economy experiences a double-dip recession as stimulus fades"

⁷³ Main Refinancing Operations

⁷⁴ www.ecb.int

Den lave udlånsrente har medført lave renter ved optagelse af variable forrentet banklån samt udstedelse af erhvervsobligationer med variabel rente. Hermed er en del af låneomkostningerne for europæiske virksomheder, herunder transportsektoren, sænket på kort sigt.

3.1.3 Sociokulturelle faktorer

Udviklingen i sociale og kulturelle forhold på DSV's markeder har indvirkning på blandt andet forbrugsvaner og tilgængelig arbejdsstyrke.

I særdeleshed vil koncernen blive påvirket af den øgede opmærksomhed på miljøbelastningen fra transport, både fra koncernens kunder samt de private forbrugere. Virksomheder har generelt øget deres fokus på Company Social Responsibility, da forbrugerne er blevet mere bevidste om dette. Virksomhederne vil derfor i højere grad kræve, at deres leverandører af transportydelser leverer miljøvenlige produkter. Dette er dermed blevet et konkurrenceparameter og vigtigt for DSV at holde for øje, ikke kun på grund af de forventede politiske tiltag beskrevet i afsnit 3.1.1.

Der vil ligeledes ske et skift i den demografiske sammensætning af befolkningen i den vestlige verden. I Europa forventes median alderen for befolkningen at være syv år højere i 2060 og andelen af indbyggere over 65 år vil stige fra de nuværende 17% til 30%. Dette vil øge de offentlige udgifter til sundhedssektoren samt pensionsudbetalinger, hvilket forventes at reducere udbygningen og vedligeholdelsen af den europæiske infrastruktur.

Derudover kan den demografiske ændring medføre mangel på kvalificerede arbejdskraft i transportbranchen⁷⁵. Forandringerne vil, som tidshorisonten angiver, foregå i et stabilt tempo over en længere årrække, men det vil være en problemstilling som transportsektoren og speditiionsbranchen skal forholde sig til for at være på forkant med udviklingen.

⁷⁵ Europa Kommissionen, 2009, Future of Transport, s. 13-14

3.1.4 Teknologiske faktorer

Transportsektoren, og dermed speditorsbranchen, påvirkes i høj grad af den hastige udvikling inden for IT-systemer samt miljømæssige forbedringer af de eksisterende produkter.

Fremover vil eksakt tracking af leverancer være en vigtig del af en fleksibel supply chain med fokus på just-in-time delivery. Dette vil medføre skærpede krav til branchens IT-systemer, der forventes at udvikle sig betydeligt og blive en vigtig konkurrenceparameter⁷⁶. DSV's Road division påbegyndte i 2009 arbejdet med at opdatere IT-systemer og scanningsudstyr for at være på forkant med denne teknologiske udvikling⁷⁷.

Arbejdsprocesserne mellem kunde og speditør vil også ændre sig som følge af udviklingen. Øget IT integration med kunderne bliver essentielt for at levere den fleksible supply chain som kunderne efterspørger.

Speditørerne vil få medansvar for, at kunderne har tilstrækkelig lagerbeholdning til at møde den forventede efterspørgsel og selvstændigt foretage leverancer, når det skønnes nødvendigt. Dette stiller igen krav til teknologisk udvikling af de eksisterende IT-systemer⁷⁸.

DSV vurderer selv, at det vil være vigtigt for virksomhedens fremtidige konkurrenceevne at være på forkant med denne udvikling⁷⁹. Som beskrevet i afsnit 2.4.4 er det en integreret del af DSV's strategi at have First in class IT, og koncernen virker derfor rustet til at forblive konkurrencedygtig på dette parameter. Den teknologiske udvikling vil forventeligt foregå gradvis og i et stabilt tempo, men aktørerne i speditorsbranchen vil være tvunget til at følge med for at forblive konkurrencedygtige.

Den øgede fokus på transportsektorens miljømæssige konsekvenser beskrevet i afsnit 3.1.1 vil føre til, at mere miljøvenlig transport bliver et vigtigt konkurrenceparameter. De politiske tiltag vil forventelig medfører en teknologisk udvikling, der mindsker den miljømæssige belastning fra de eksisterende transportformer. I særdeleshed vurderes det, at der vil ske en udvikling af lastbilerne mod mere miljøvenlighed.

⁷⁶ S. Emmett, 2009, s. 211-212

⁷⁷ DSV Årsrapport 2009, s. 15

⁷⁸ S. Emmett, 2009, s. 211-212

⁷⁹ DSV Årsrapport 2009, s. 28

For at forblive konkurrencedygtig skal DSV derfor modernisere sin lastvognsflåde i takt med udviklingen, samt have miljøbelastningen med i overvejelserne omkring udvælgelsen af underleverandører og indkøb til lastbilflåden.

EU er derudover ved at implementere et Intelligent Technology-led Transport System (ITS), der skal effektivisere vejtransport i Europa. Systemet vil lette afgiftsbetaling samt mindske belastningen på flaskehalsene i den europæiske infrastruktur gennem løbende kørselsvejledning og hastighedspåbud til lastvogne, og dette har til hensigt at modvirke mange af de problemer, der eksisterer for vejtransport beskrevet i afsnit 3.1.1. Såfremt systemet implementeres succesfuldt, kan det forbedre den fremtidige konkurrencedygtighed for vejtransport⁸⁰.

3.1.5 Sammenfatning af PEST-analyse

Transportsektorens centrale position i EU's indre marked samt den øgede verdenshandel medfører stor fokus fra politisk hold. Det vil dog være den politiske interesse for sektorens miljøbelastning, der vil yde størst indflydelse på speditorsbranchen fremover. Dette vil lede til stigende afgifter og dermed omkostninger samt en ændring i valget af transportformer.

Den øgede miljøbevidsthed blandt DSV's kunder og forbrugerne vil ligeledes gøre bæredygtighed til et vigtigt konkurrenceparameter i fremtiden.

Transportsektoren er derudover særdeles konjunkturfølsom og den fremtidige volumen og indtjening i speditorsbranchen vil afhænge af udviklingen i BNP i Europa samt verdenshandlen. Som følge af de lave forventninger til væksten i den europæiske økonomi forventes DSV derfor at skulle hente sin vækst i den øvrige verden fremadrettet.

Fremover vil eksakt tracking af leverancer og IT-integration mellem speditør og kunde være en vigtig del af en fleksibel supply chain med fokus på just-in-time delivery. DSV's fremtidige indtjening vil derfor afhænge af koncernens evne til at følge den teknologiske udvikling inden for IT-systemer og scanningsudstyr. Udviklingen forventes dog at foregå i et stabilt tempo over en længere periode.

⁸⁰ Europa Kommissionen, 2009, Future of Transport, s. 18

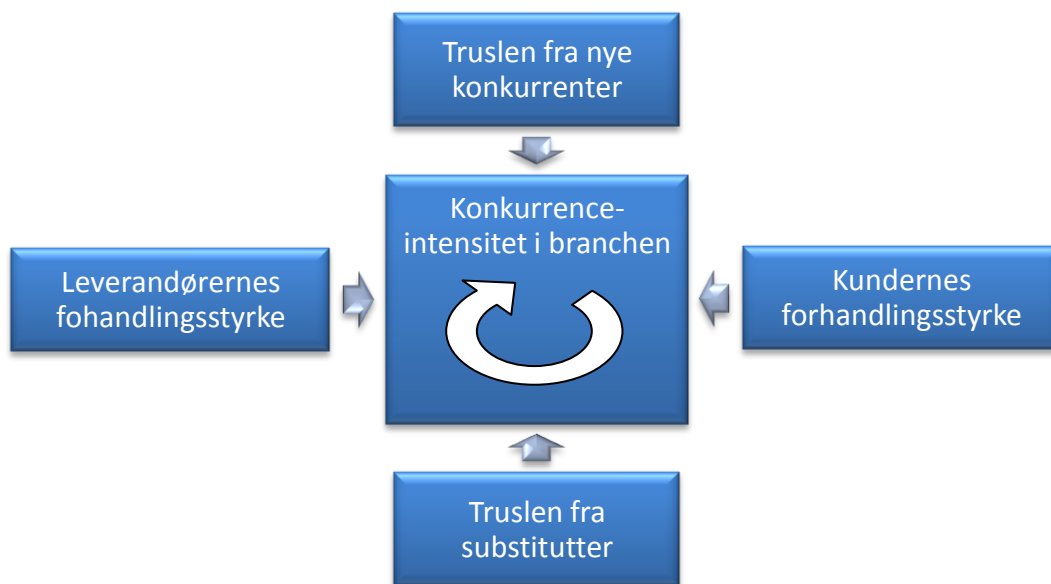
3.2 Porter's five forces

DSV påvirkes ikke alene af de generelle makroøkonomiske forhold i koncernens omverden, men også i høj grad af de specifikke strukturelle forhold i spedititionsbranchen. Disse bestemmer branchens langsigtede konkurrencesituation og indtjeningspotentiale.

En branche defineres i denne sammenhæng som en gruppe af virksomheder, som producerer produkter eller services, der er tætte substitutter⁸¹. Det vil for spedititionsbranchen være virksomheder, der leverer serviceydelser inden for vejtransport, sø- og luftfragt samt logistikløsninger.

Ifølge Michael Porter er der fem kræfter, der bestemmer en branches nuværende og fremtidige konkurrencesituation og indtjeningspotentiale. Disse er truslen fra nye potentielle konkurrenter, konkurrenceintensiteten blandt de eksisterende aktører, truslen fra substituerende produkter, samt kundernes og leverandørernes forhandlingsstyrke. Jo stærkere disse kræfter er i branchen, jo lavere er indtjeningspotentialet⁸².

Figur 13: Porter's Five Forces



Kilde: M. Porter, 1980, s. 4, egen tilvirkning

⁸¹ M. Porter, 1980, s. 3

⁸² M. Porter, 1980, s. 4-5

3.2.1 Truslen fra nye konkurrenter

Nye aktørers indtræden i en branche medfører forøget kapacitet, hvilket kan presse branchens priser og indtjeningsmargin. Nye konkurrenter vil derudover have et ønske om at erobre markedsandele, hvilket kan gøres gennem aggressiv prissætning og anskaffelse af essentielle ressourcer. Såfremt truslen fra nye konkurrenter er høj, kan det derfor have stor påvirkning på den fremtidige indtjening for speditorsbranchen og dermed DSV⁸³.

Det er i speditorsbranchen ikke nødvendigt selv at eje transportaktiver såsom lastbiler, skibe og fly, hvilket DSV med sin asset light-strategi er et glimrende eksempel på. Det kræver derfor ingen større investeringer, og dermed stor kapital, at etablere sig i speditorsbranchen.

Dette gør sig især gældende, hvis en eksisterende speditør udvider til et nyt marked, eller en ny virksomhed etableres som lokal leverandør på et afgrænset marked. Den fragmenterede markedsstruktur, der bliver beskrevet yderligere i afsnit 3.2.2, understøtter dette.

De fleste regioner, som eksempelvis EU, har derudover ingen regulering, der begrænser antallet af virksomheder i branchen, eller som stiller lokale speditører fordelagtigt. Dette giver ligeledes konkurrenter mulighed for at udvide til nye markeder eller for nystartede virksomheder at erobre markedsandele.

Der er dog visse udviklinger i speditorsbranchen, der i fremtiden vil medføre højere adgangsbarrierer for at etablere sig. I takt med at producenter leverer en stigende andel af deres varer til et stort antal markeder, vil der også være konkurrencemæssige fordele forbundet med at levere services på globalt plan.

Speditorsbranchens kunder vil derudover i stigende grad kræve, at de globale ydelser har ensartet kvalitet, service og pris. Dette stiller krav til antallet af markeder speditøren er repræsenteret på, enten gennem egne kontorer eller nære samarbejdspartnere, og ikke blot gennem agenter⁸⁴.

⁸³ M. Porter, 1980, s. 7

⁸⁴ Niels Larsen, Interview, 04/11 2010

Som det vil blive beskrevet i afsnit 3.2.5, er branchens leverandører på sø- og luftfragt ofte store multinationale selskaber. Globale speditører vil hos disse opnå lavere priser gennem højere volumen, hvormed der vil være stordriftsfordele ved at være repræsenteret på mange markeder⁸⁵.

Samlet set vurderes truslen fra potentielle nye konkurrenter at være moderat. Det er muligt for nye aktører at etablere sig lokalt uden større investeringer, men globale speditører vil have betydelige stordriftsfordele gennem lavere omkostninger og bedre service på verdensplan.

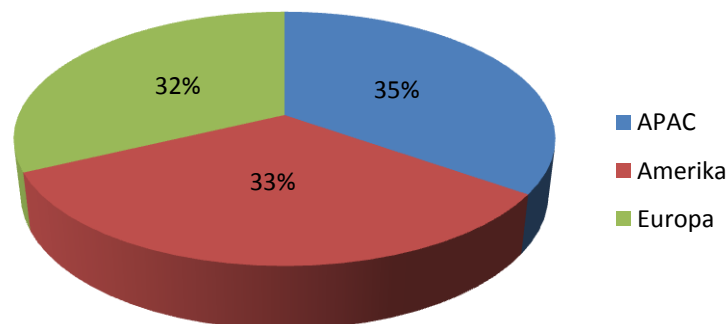
3.2.2 Konkurrenceintensitet

Rivaliseringen mellem de eksisterende virksomheder i en given branche har indflydelse på såvel prissætning som omkostninger, og en høj konkurrenceintensitet kan føre til priskrig og lignende tiltag, der mindsker branchens indtjeningspotentialer.

En hård konkurrence om essentielle ressourcer kan ligeledes øge branchens omkostninger betydeligt. Faktorer som markedsstørrelse, antallet af konkurrenter og deres størrelse har også indvirkning på konkurrenceintensiteten⁸⁶.

Det samlede marked for transport- og logistikydelser, defineret som transport, distribution og håndtering af varer, udgjorde i 2008 USD 836,4 milliarder⁸⁷ for APAC-landene, Syd- og Nordamerika samt Europa. Den geografiske fordeling fremgår af nedenstående figur⁸⁸.

Figur 14: Geografisk fordeling af markedet for transport og logistik 2008



Kilde: Global Logistics Industry Profile, 2009, s. 9, egen tilvirkning

⁸⁵ Global Logistics Industry Profile, 2009, s. 15

⁸⁶ M. Porter, 1980, s. 17

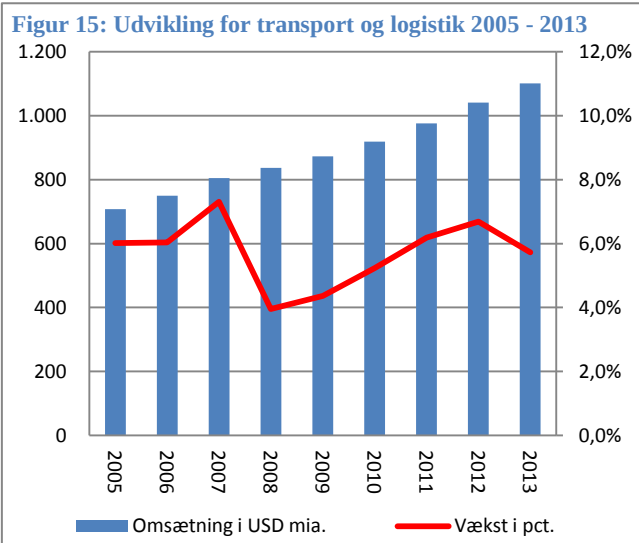
⁸⁷ Inkluderer også omkostninger til in-house logistikfunktioner, da speditørb Branchen i stigende grad også konkurrerer for at varetage disse.

⁸⁸ Global Logistics Industry Profile, 2009, s. 9

Markedet forventes at stige støt fra 2008 frem mod 2013 med en CAGR på 5,6%.

Med undtagelse af den høje forventede vækst i verdenshandelen i 2010 stemmer dette nært overens med den forventede stigning i denne beskrevet i afsnit 3.1.2.1.

I det følgende vil den specifikke markedsstruktur inden for vejtransport, sø- og luftfragt og logistikydelser blive analyseret.



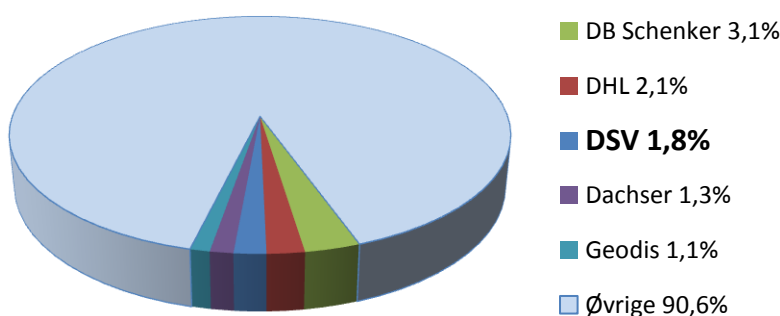
Kilde: Global Logistics Industry Profile, 2009, s. 26, egen tilvirkning

3.2.2.1 Road

Alene i Danmark var der i 2007 registreret 600 speditører og 7.500 aktive vognmænd⁸⁹, mens der i Europa var registreret 608.713 virksomheder i 2008 inden for transport via vej og jernbane⁹⁰.

Som det også fremgår af Figur 16 nedenfor, giver dette en fragmenteret markedsstruktur med mange små aktører, hvor de fem største selskaber kun besidder 9,4% af markedet tilsammen.

Figur 16: Markedsandele i europæisk vejtransport og jernbane baseret på omsætning 2008



Kilde: DHL Årsrapport, 2009, s. 62, egen tilvirkning

Det samlede marked udgjorde i 2008 EUR 169,4 milliarder. DB Schenker var markedsleder med en markedsandel på 3,1%, mens DSV var tredjestørste aktør med 1,8%.

⁸⁹ Analyserapport om vejtransportbranchen, 2007, s. 23

⁹⁰ Europa Kommissionen, 2010, EU energy and transport in figures, s. 100

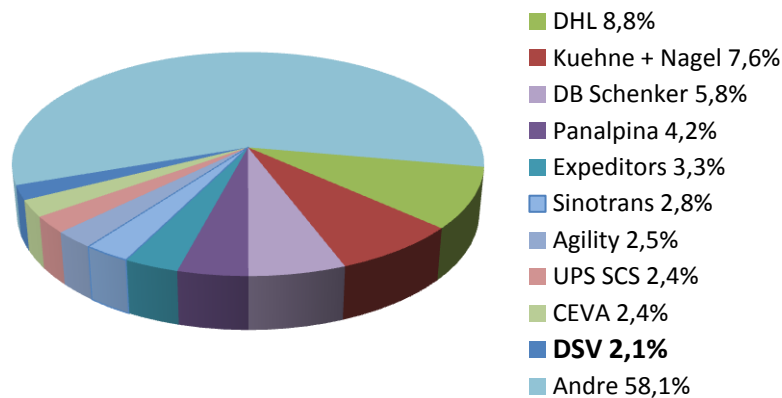
3.2.2.2 Air & Sea

Markedet for luft- og søfragt er ligeledes fragmenteret om end ikke i så høj grad som den europæiske vejtransport. Som det blev beskrevet i afsnit 3.2.1, skyldes dette formentlig stordriftsfordelene, som de store globale speditører kan opnå hos leverandørerne.

I de europæiske lande er der registreret 10.700 virksomheder, der beskæftiger sig inden for søfragt, mens 3.774 opererer med luftfragt⁹¹. Antallet af konkurrenter er dermed væsentlig lavere end for vejtransport.

Som det fremgår af figuren nedenfor, sidder de fem største konkurrenter dog kun på 29,7% mens de ti største har 41,9% af den samlede volumen, der udbydes gennem speditorsbranchen⁹².

Figur 17: Markedsandele sø- og luftfragt baseret på volumen 2008



Kilde: www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010, egen tilvirkning

DSV voksede betydeligt inden for Air & Sea gennem opkøbet af ABX Logistics og befinder sig nu blandt de ti største aktører på markedet med en markedsandel på 2,1%.

⁹¹ Europa Kommissionen, 2010, EU energy and transport in figures, s. 100

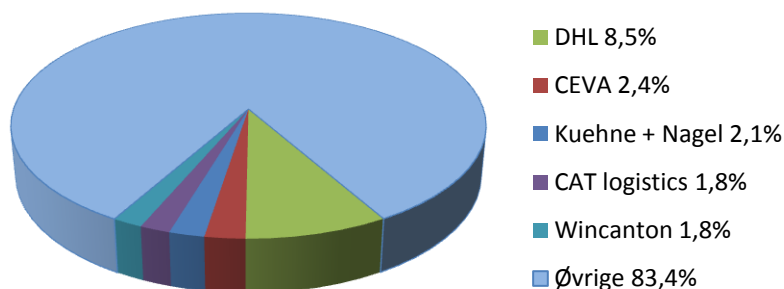
⁹² www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010

3.2.2.3 Solutions

Markedet for supply chain services er fragmenteret i lighed med markedet for vejtransport og sø- og luftfragt. De fem største konkurrenter sidder på 16,6% af markedet, mens de ti største har omtrent 23%.

DHL er den suverænt største aktør med en markedsandel på 8,5% baseret på omsætning. Som følge af den fragmenterede struktur møder de store globale speditører stærk konkurrence på alle markeder fra mindre lokale virksomheder - i særdeleshed i APAC-landene⁹³.

Figur 18: Markedsandel supply chain services baseret på omsætning 2008



Kilde: DHL Årsrapport, 2009, s. 68, egen tilvirkning

DSV Solutions havde i 2008 en omsætning på DKK 5.141 millioner eller omtrent EUR 685 millioner⁹⁴. Ud af det samlede marked på EUR 147 milliarder har koncernen altså en forsvindende lille markedsandel på 0,5% baseret på omsætning.

⁹³ DHL Årsrapport, 2009, s. 68

⁹⁴ DSV Årsrapport 2009, s. 64. Vekselkurs 1 x EUR : 7,5 DKK.

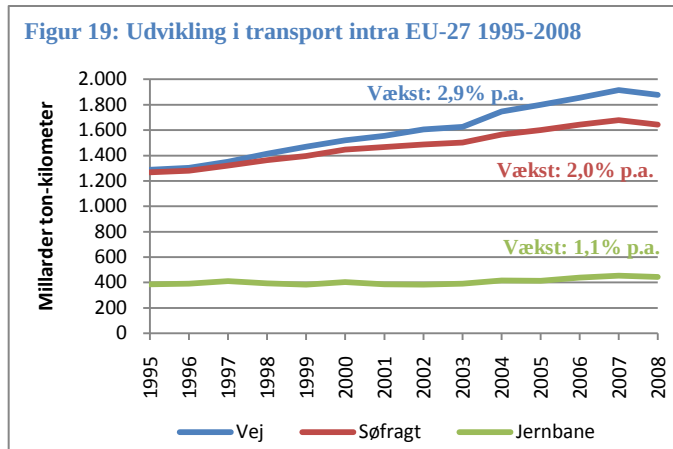
3.2.3 Substituerende produkter

Der eksisterer på verdensplan kun et begrænset antal transportformer til rådighed for producenter, der skal have distribueret sine produkter, og disse udbydes allerede af spedititionsbranchen, om end ikke alle virksomheder tilbyder alle transportformer.

Truslen for branchen fra substituerende produkter er derfor lav, da kunderne reelt ingen muligheder har for at vælge andre transportformer.

Internt i Europa udgør luftfragt kun en ubetydelig del af den samlede transport grundet de korte transportafstande. Fra 1995 til 2008 voksede luftfragt fra 2,0 til 2,7 milliarder ton-kilometer svarende til en gennemsnitlig årlig vækstrate på 2,2%.

Udviklingen i de øvrige transportformer fra 1995 til 2008 ses af figuren til højre.



Kilde: EU energy and transport in figures, 2010, s. 108, egen tilvirkning

Det fremgår tydeligt, at fordelingen mellem transportformerne ikke har udartet sig som ønsket fra politisk side. Vejtransport er blevet den foretrukne transportform for spedititionsbranchen og dens kunder internt i EU.

Såfremt fordelingen mellem de forskellige transportformer ændres fremadrettet, er det dog ingen trussel mod spedititionsbranchen, da den leverer ydelser inden for dem alle.

Eneste trussel for branchens virksomheder er, at kunderne vælger at have logistikydelserne in-house. Omkostningerne ved at skifte til denne løsning er dog høje, da det kræver investeringer i lastbiler samt administrative omkostninger til at håndtere transport og logistik med skib og fly.

For at konkurrere med speditørernes stordriftsfordele er dette valg kun muligt for store globale koncerner, men disse burde til gengæld kunne producere ydelserne billigere internt.

Speditionsbranchen kræver en præmie i forhold til kostprisen for også selv at kunne præsentere et overskud, hvilket ikke behøves såfremt ydelsen produceres internt⁹⁵.

Virksomheder fokuserer dog i stigende grad på deres kernekompetencer, hvorfor selv store globale selskaber oftest vælger at outsource logistik opgaver. Interviewundersøgelser fra blandt andet Danmark viser, at kunderne forventer at opnå betydelige besparelser på lager- og logistikomkostninger ved at outsource til eksempelvis speditører⁹⁶.

For DSV eksisterer truslen dog såfremt koncernen ikke tilbyder alle transportformer. Dette er eksempelvis tilfældet med jernbanetransport, der formentlig vil stige i betydning som beskrevet i PEST-analysens afsnit 3.1.1.

3.2.4 Kundernes forhandlingsstyrke

Speditionsbranchens kunder er primært producenter, der skal distribuere sine produkter. Derfor er antallet af kunder meget højt, og de varierer i størrelse fra den lille enkeltmandsvirksomhed til den multinationale koncern. Det gælder dog for alle kunderne, at transporten af deres produkter til slutkunden er en vital del af deres forretning.

Dette får nogle kunder til at indgå langvarigt og kontraktlig forpligtet samarbejde med speditører. Der vil derfor være omkostninger forbundet med at skifte denne, og hvis det er et meget integreret samarbejde kan det forstyrre hele virksomhedens supply chain. Dette vil svække kundens mulighed for at skifte speditør.

Det ses dog, at kunder ofte skifter speditør hvis begivenheder eller prisniveau gør dette nødvendigt. Da distributionsomkostninger er en væsentlig omkostning for mange producenter er det især sidstnævnte der vægter højt ved valget af speditør. Da de fleste ydelser, som speditionsbranchen leverer, er homogene giver det kunden forhandlingsstyrke, da der relativt let kan skiftes distributør⁹⁷.

⁹⁵ Global Logistics Industry Profile, 2009, s. 14

⁹⁶ Analyserapport om vejtransportbranchen, 2007, s. 23

⁹⁷ Niels Larsen, Interview, 04/11 2010

Som beskrevet under afsnit 3.2.3 har kunden også mulighed for at integrere sin forretning bagud i værdikæden og selv håndtere logistikfunktionen internt. Dette vil oftest kun være realistisk for de store multinationale selskaber, men muligheden giver dem øget forhandlingsstyrke.

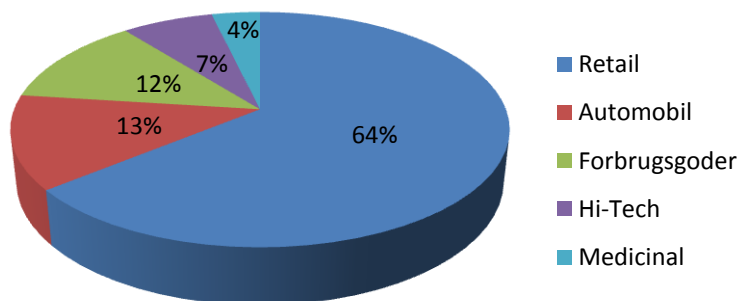
Enkelte speditørvirksomheder leverer dog ekstra services, som har tilstrækkelig værdi for kunderne til at sikre kundeloyalitet og forbedre speditørens forhandlingsstyrke. DSV forsøger også dette ved at øge IT integrationen og det globale samarbejde med de største og vigtigste kunder⁹⁸.

Samlet set vurderes speditorsbranchens kunder at have en middelstærk forhandlingsstyrke, primært grundet de homogene produkter som branchen tilbyder inden for transport over vej, luft og sø. Fragtraterne er tæt på ens for alle speditører, og det er derfor muligt inden for en kortere periode at videregive øgede omkostninger til kunderne⁹⁹.

For logistikløsninger, som DSV Solution leverer, vil forhandlingsstyrken blive reduceret, når samarbejdet er initieret. Integrationen med speditøren vil da være betydelig, og det kan potentielt forstyrre hele supply chain'en at skifte speditør.

Fordelingen af det samlede marked for transport- og logistikydelser på kundesegmenter fremgår af nedenstående figur.

Figur 20: Fordeling af markedet for transport og logistik på kundesegmenter 2008



Kilde: Global Logistics Industry Profile, 2009, s. 10, egen tilvirkning

⁹⁸ Global Logistics Industry Profile, 2009, s. 13

⁹⁹ www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010

3.2.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Profitabiliteten i en branche er særdeles afhængig af leverandørernes forhandlingsstyrke over for branchens aktører. Såfremt der kun eksisterer få store leverandører, kan disse i høj grad selv fastsætte prisen for deres varer og dermed reducerer branchens profitabilitet. Det samme vil være gældende, hvis leverandørerne har differentierede produkter, og der er væsentlige omkostninger forbundet med at skifte leverandør¹⁰⁰.

Der vil i dette afsnit blive skelnet mellem leverandører til DSV's tre divisioner Road, Air & Sea og Solutions.

3.2.5.1 Road

DSV's asset light-strategi gør koncernen afhængig af selvstændige vognmænd som underleverandører, da DSV kun ejer 3-4% af lastbilerne selv. Produktet er dog homogent, hvilket gør det let og næsten omkostningsfrit for DSV at skifte leverandør. De fleste af de benyttede vognmænd er derudover små, hvilket samlet giver dem lav forhandlingsstyrke over for DSV¹⁰¹.

DSV har derfor haft held til at presse leverandørerne til Road divisionen i pris under den globale økonomiske krise. Som beskrevet i afsnit 3.2.1 har overkapaciteten i transportsektoren under den globale økonomiske krise øget prispresset fra DSV's kunder. Det har derfor været essentielt for profitabiliteten i Road divisionen, at DSV har haft denne forhandlingsstyrke over for sine underleverandører¹⁰².

3.2.5.2 Air & Sea

Sø- og luftfragt benyttes primært af selskaber, der udbyder sine varer globalt. Det har medført, at leverandørerne af disse transportformer oftest er store globale selskaber med en betydelig aktivmasse. Fællesstandarder for containerstørrelser og homogeniteten i produkterne betyder, at der er et velfungerende marked med høj grad af information og standardiserede priser, som påvirkes af den globale efterspørgsel på ydelserne¹⁰³.

¹⁰⁰ M. Porter, 1980, s. 27-28

¹⁰¹ Analyserapport om vejtransportbranchen, 2007, s. 7

¹⁰² DSV Årsrapport 2009, s. 17

¹⁰³ S. Emmett, 2009, s. 26-31

Leverandørerne af disse ydelser har en høj forhandlingsstyrke, da de er større, og industrien er mere koncentreret end transport- og logistikbranchen. Da produkterne er homogene, er det dermed primært den globale efterspørgsel, der bestemmer prisen på ydelsen¹⁰⁴.

Under den globale økonomiske krise har markedet for disse transportformer været præget af overkapacitet, hvilket har forbedret branchens forhandlingsposition marginalt og medført faldende fragtrater.

I takt med det gryende opsving vil kapaciteten blive mere knap, hvilket vil få fragtrater og leverandørernes forhandlingsstyrke til at stige. Leverandørerne af især søfragt påvirker dog prisen ved at variere på den udbudte kapacitet for at mindske under- og overkapacitet ved udsving i den globale økonomiske aktivitet og samhandel¹⁰⁵.

DSV har efter opkøbet af ABX nået en volumen, der giver koncernen en vis forhandlingsstyrke over for sine underleverandører. Den nuværende volumen i Air & Sea divisionen gør selskabet interessant for globale leverandører af luft- og søfragt, og DSV er dermed i stand til at forhandle bedre vilkår og priser. Dette forventes at afspejle sig hovedsageligt i forbedret indtjening som følge af øget margin på Air & Sea divisionens produkter¹⁰⁶.

3.2.5.3 Solutions

Som følge af de ydelser DSV Solutions tilbyder, er hovedleverandøren divisionens arbejdsstyrke. Denne opfattes ikke altid som en vigtig leverandør, men såfremt arbejdsstyrken er velorganiseret og indehaver specialviden, har den en god forhandlingsposition i branchen og virksomheden¹⁰⁷.

Det vurderes dog ikke, at der generelt kræves specialviden af arbejdsstyrken, og derudover har opbremsningen i de europæiske økonomier mindsket efterspørgslen på arbejdskraft generelt.

Divisionens medarbejdere er dog udelukkende ansat i EU, og er derfor beskyttet af en del rettigheder. Samlet vurderes arbejdsstyrken som leverandør kun at have en moderat forhandlingsstyrke i branchen og dermed også overfor DSV.

¹⁰⁴ M. Porter, 1980, s. 27-28

¹⁰⁵ DSV kører mod godt regnskab, Børsen 26/07 2010, s. 20

¹⁰⁶ www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010

¹⁰⁷ M. Porter, 1980, s. 28

3.2.6 Sammenfatning af Porter's Five Forces

De fem markeds kræfter påvirker spedititionsbranchen i forskellig grad, men samlet set vurderes konkurrencen at være moderat. Det er muligt for mindre aktører at etablere sig lokalt på grund af lavt behov for investeringer i anlægsaktiver, men globale speditører vil have betydelige stordriftsfordele gennem lavere omkostninger og bedre service på verdensplan.

Disse fordele varierer indenfor de forskellige markeder, hvilket giver variationer i branchestrukturen, men denne kan dog karakteriseres som fragmenteret inden for både vejtransport, sø- og luftfragt samt logistikløsninger.

Truslen fra substituerende produkter er derimod lav, og eneste alternativ er, at kunderne vælger at have logistikydelserne in-house. Omkostningerne ved at skifte til denne løsning er dog høje, da det kræver investeringer i lastbiler samt administrative omkostninger til at håndtere transport og logistik med skib og fly.

På trods af manglen på substitutter vurderes spedititionsbranchens kunder at have en middelstærk forhandlingsstyrke, primært grundet de homogene produkter som branchen tilbyder inden for transport over vej, luft og sø. Da fragtraterne stort set er identiske for alle speditører, er det dog muligt for disse at videregive øgede omkostninger til kunderne inden for en kortere periode.

Leverandørernes høje forhandlingsstyrke påvirker derimod branchens indtjeningspotentiale betydeligt. Leverandørerne indenfor luft- og søfragt er ofte større, og industrien er mere koncentreret end spedititionsbranchen. Da produkterne er homogene, er det dermed primært den globale efterspørgsel, der bestemmer prisen på ydelserne.

Inden for vejtransport gør DSV's asset light-strategi koncernen afhængig af selvstændige vognmænd som underleverandører. Produktet er dog homogent, hvilket gør det let og næsten omkostningsfrit for DSV at skifte leverandør. De fleste af de benyttede vognmænd er derudover små, hvilket samlet giver dem lav forhandlingsstyrke over for DSV og branchens øvrige aktører.

3.3 Vækststrategi

Ifølge Ansoff kan en virksomhed vælge mellem de fire strategier markedspenetrering, markedsudvikling, produktudvikling og diversifikation for at skabe vækst.

Markedspenetrering er vækst gennem øget markedsandel for de nuværende produkter i de eksisterende markeder, mens markedsudvikling er udbredelsen af eksisterende produkter til nye markeder. Produktudvikling er vækst gennem nye produkter til samme markeder, mens diversifikation sker ved at tilbyde nye produkter til nye markeder¹⁰⁸.

De fire vækststrategier fremgår af figuren nedenfor, hvor markedspenetrering er den mindst risikobetonede vækststrategi, mens diversifikation vil være behæftet med den største risiko.

Figur 21: Ansoff's vækst matrice

		Produkt	
		Nuværende produkt	Nyt produkt
Marked	Nuværende aktiviteter	Markedspenetrering • Øge markedsandelen • Øge forbrug hos nuværende kunder • Få flere fra målgruppen til at bruge produktet	Produktudvikling • Produktforbedringer • Produktlinjeudvidelse • Nyt produkt til samme målgruppe
	Nye aktiviteter	Markedsudvikling • Udvide markedet til nye segmenter • Geografisk ekspansion	Diversifikation • Udvikle nye produkter • Udvide til nye markeder

Kilde: I. Ansoff, 1965, s. 109, egen tilvirkning

DSV er vokset fra en lille lokal aktør til en af de største koncerner i speditiionsbranchen gennem de mange opkøb beskrevet i afsnit 2.1. Efter mange år med store opkøb af virksomheder, der ofte var flere gange større end DSV, er fokus nu på at vokse organisk og eventuelt foretage mindre opkøb¹⁰⁹.

¹⁰⁸ I. Ansoff, 1965, 109-110

¹⁰⁹ Børsen, DSV hugger bremsen i for store opkøb, 16/09 2010, s. 12

Den organiske vækst vil primært foregå gennem markedspenetrering, hvilket er den letteste strategi at føre ud i livet men oftest også den med mindst vækstpotentiale. Den øgede markedsandel på de nuværende markeder skal erobres ved at sælge flere af de eksisterende produkter til koncernens kunder samt øge antallet af globale selskaber i kundeporteføljen.

DSV forventer at forbedre koncernens produktivitet og derved kunne tilbyde lavere priser end konkurrenterne. Derudover skal divisionerne forbedre krydssalget til kunderne, så de køber flere produkter fra DSV. Begge initiativer skal sikre øget markedsandel blandt små og middelstore virksomheder, hvor DSV allerede har en stærk position.

DSV har ligeledes oprettet en Global Accounts afdeling, som beskrevet i afsnit 2.4.3, som skal øge salget til store globale virksomheder og gøre koncernen interessant som one-stop-shopping for disse¹¹⁰.

Koncernen forventer en organisk vækst på 5% fremover gennem ovenstående tiltag, der primært vil være drevet af Air & Sea divisionen¹¹¹.

På trods af at DSV i højere grad vil fokusere på organisk vækst, forventes det, at koncernen ligeledes vil søge vækst gennem markedsudvikling. Dette vil forventelig ske gennem opkøb af mindre konkurrenter, formentlig i prislejet omkring 500 DKK mio.

Administrerende direktør, Jens Bjørn Andersen, har ved flere lejligheder udtalt, at koncernen er interesseret i at foretage opkøb, der kan give en fod i døren på det fjernøstlige marked, hvilket vil være en geografisk ekspansion. Med henblik på at mindske de kulturelle forskelle og lette integrationen skal det dog være et europæisk baseret selskab med hoveddelen af forretningen i Asien¹¹².

DSV øgede den finansielle gearing væsentlig ved opkøbet af ABX Logistics, hvilket vil blive yderligere beskrevet i afsnit 4.4.2.2, og integrationen er endnu ikke tilendebragt i enkelte lande. Akkvisitiv vækst ved store opkøb virker derfor usandsynligt inden for den nærmeste fremtid¹¹³.

¹¹⁰ www.dsv.dk, DSV Capital Markets Day, 11/05 2010

¹¹¹ Børsen, DSV hugger bremsen i for store opkøb, 16/09 2010, s. 12

¹¹² Børsen, Kun mindre opkøb på agendaen, 16/09 2010, s. 13

¹¹³ www.borsen.dk, Trimmet DSV varsler fremgang i 2010, 11/12 2009

3.4 SWOT-analyse

I kapitlet er de strategiske, ledelsesmæssige og økonomiske faktorer identificeret, som påvirker DSV's fremtidige drift og dermed værdi. Disse faktorer vil sammenholdt med rentabilitetsanalysen ligge til grund for den senere budgettering.

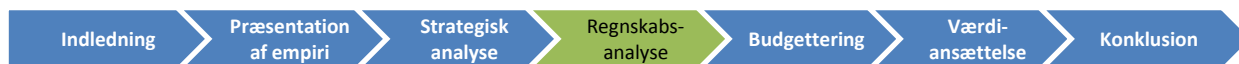
De væsentligste forhold er sammenfattet i SWOT-analysen nedenfor, der viser de interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler, som vil påvirke den fremtidige drift. DSV skal gennem de interne kompetencer forsøge at udnytte de forventede eksterne muligheder, samtidig med at de forventede trusler imødegås.

Figur 22: SWOT-analyse

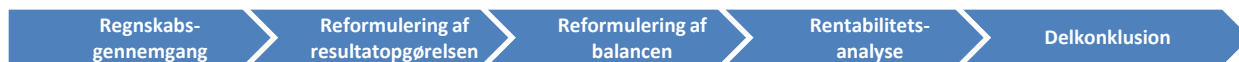
Styrker	Svagheder
• Fleksibel organisation gennem asset light-strategi • Effektiv integrering af opkøbte selskaber • Stærkt internationalt netværk i Europa efter opkøb af Frans Maas og ABX Logistics • Global leverandør af transport og logistikløsninger	• Lav tilstedeværelse i Sydamerika og Fjernøsten • Tilbyder ikke transport via jernbane
Muligheder	Trusler
• Højere global samhandel som følge af globalt opsving • Mindre opkøb for at ekspandere geografisk for at styrke vækst i Air & Sea og Solutions • Virksomheder outsourcer i stigende grad logistik aktiviteter • Flere globale kunder efterspørger globale ydelser fra samme leverandør	• Lavere global samhandel som følge af global recession • Øgede afgifter og omkostninger for især vejtransport som følge af miljølovgivning • Yderligere migrering fra vejtransport til intermodaltransport via jernbane • DSV opkøbt af konkurrent som led i konsolidering i spedititionsbranchen • Stigende fragtrater på sø- og luftfragt som følge af øget efterspørgsel, der ikke kan videregives til kunder

Kilde: Egen tilvirkning

4 Regnskabsanalyse



I det følgende vil der med udgangspunkt i årsrapporten blive foretaget en historisk regnskabsanalyse af DSV. Målet med denne er at udarbejde en rentabilitetsanalyse, som, sammen med den strategiske analyse fra forrige kapitel, vil danne grundlag for budgettet. Strukturen for nærværende kapitel ses nedenfor.



Regnskabsanalysen vil blive gennemført på baggrund af en tidsserieanalyse af DSV. Det er herved muligt at undersøge effekten af DSV's strategi samt niveauet og udviklingen i de nøgletal, der vil blive anvendt i forbindelse med budgetteringen af det fremtidig cash flow¹¹⁴.

For at en rentabilitetsanalyse kan anvendes i forbindelse med en senere budgettering, er det en grundlæggende forudsætning, at informationerne fra analysen er fri for støj. Det er vigtigt at sikre sig, at ændringer, der identificeres i de analyserede nøgletal, skyldes ændringer i den underliggende drift og ikke ændringer i anvendt regnskabspraksis¹¹⁵. Der vil derfor indledningsvis blive foretaget en regnskabs gennemgang med henblik på at sikre dette.

En virksomhed kan grundlæggende beskrives ud fra samspillet mellem drift, investering og finansiering, hvor den primære drivkraft bag værdiskabelsen er driften¹¹⁶. I det officielle regnskab for DSV er der dog ikke foretaget en klar opdeling, og regnskabet er derfor ikke umiddelbart anvendeligt i forbindelse med den senere budgettering. Der vil derfor blive foretaget en reformulering af såvel resultatopgørelsen som balancen med henblik på at opdele i drift og finansiering.

Slutteligt vil der på baggrund af det reformulerede regnskab blive udarbejdet en rentabilitetsanalyse af DSV med det formål at analysere udviklingen samt niveauet i nøgletal, så disse senere kan anvendes i forbindelse med budgetteringen.

¹¹⁴ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 117

¹¹⁵ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 118

¹¹⁶ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 121

4.1 Regnskabsgennemgang

I det følgende vil de anvendte regnskaber blive gennemgået med henblik på at identificere eventuelle støjkluder, som vil kunne påvirke beregningerne af nøgletal.

De væsentligste støjkluder i en tidsserieanalyse kan opdeles i nedenstående tre hovedpunkter, som vil blive gennemgået enkeltvis i de følgende afsnit¹¹⁷.

1. Forskel i regnskabspraksis
2. Transitoriske poster
3. Ændringer i selskabsstrukturen

4.1.1 Regnskabspraksis

Analyseres rentabiliteten af et selskab på baggrund af en tidsserieanalyse, er det vigtigt, at der korrigeres for eventuelle ændringer i anvendt regnskabspraksis, så det sikres, at ændringer i nøgletal er forårsaget af ændringer i den underliggende drift.

I det følgende vil der derfor blive foretaget en gennemgang af det anvendte regnskabsdata med henblik på at belyse, om der i den analyserede periode er sket ændringer, som nødvendiggør en korrektion.

Årsrapporten for DSV er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards (IFRS), hvilket har været tilfældet siden 2005¹¹⁸.

På trods af et ensartet valg af rapporteringsstandard i den analyserede periode har opdelingen og grupperingen af de enkelte regnskabsposter ikke været konsistent i perioden mellem aflæggelsen af årsrapporten for 2005 og 2006. I årsrapporten for 2006 forekommer der dog korrigerede tal for 2005, og der er således sammenlignelige regnskabsdata for hele analyseperioden.

¹¹⁷ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 118

¹¹⁸ DSV Årsrapport 2006 – 2009, note om Anvendt Regnskabspraksis (note 1, 30, 31 og 33 henholdsvis)

Mindre ændringer og rettelser af EU-godkendte regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag, primært udstedt af IFRS og IAS¹¹⁹, er løbende tilgået i den analyserede periode. Det vurderes dog, at disse ændringer ikke har givet anledning til væsentlige korrektioner med hensyn til indregning og måling af koncernens årsrapport¹²⁰.

På baggrund af væsentlighedsprincippet vurderes det ud fra det ovenstående, at det ikke er nødvendigt at foretage korrektioner i det anvendte regnskabsdata.

4.1.2 Transitoriske poster

Ved opstillingen af et analytisk regnskab med henblik på en senere budgettering af nøgletal er det ikke nok at bestemme, hvorvidt de enkelte regnskabsposter vedrører drifts- eller finansieringsaktiviteten. Det vil også være nødvendigt at fastlægge, hvorvidt poster vedrørende driftsaktiviteten har karakter af at være transitoriske eller tilbagevendende.

Såfremt en regnskabspost vedrørende driftsaktiviteten vurderes at være af transitorisk karakter, klassificeres posten som en del af finansieringen i forbindelse med beregning af nøgletal. Herved sikres det, at driftsmæssige nøgletal ikke budgetteres på baggrund af historiske regnskabsposter, som ikke kan forventes at forekomme i fremtiden.

Klassificeringen af driftsrelaterede poster, som vurderes at være af transitoriske eller tilbagevendende karakter, vil blive uddybet i forbindelse med opstillingen af det analytiske regnskab. Her vil der blive foretaget en klassificering af de enkelte poster i forbindelse med reformuleringen af henholdsvis resultatopgørelsen og balancen.

¹¹⁹ International Accounting Standards

¹²⁰ DSV Årsrapport 2006 – 2009, note om Anvendt Regnskabspraksis (note 1, 30, 31 og 33 henholdsvis)

4.1.3 Ændringer i selskabsstrukturen

Køb og salg af selskaber og ændring i forretningsområder kan ændre strukturen i et selskab og dermed skabe støj i forbindelse med en analyse af den historiske udvikling samt niveauet for de analyserede nøgletal. En ændring i selskabets struktur kan gøre det svært at skelne mellem organisk og akkvisitiv vækst, ligesom det kan påvirke selskabets risikoprofil og dermed forventningerne til rentabiliteten.

For DSV har det specielt været opkøbet af Frans Maas og ABX i henholdsvis 2006 og 2008, der har påvirket den historiske udvikling i regnskabet. Disse opkøb har medført en øget markedsandel i blandt andet Sydamerika og Asien, hvilket kunne tale for en ændret risikoprofil.

Det vurderes dog, at selskabets risikoprofil ikke har ændret sig væsentligt, da de opkøbte selskaber opererer inden for de samme forretningsområder som DSV, og da over 95 procent af nettoomsætningen stadig stammer fra Europa og Nordamerika¹²¹. Opkøbene har dog medført en kraftig vækst i blandt andet nettoomsætning, direkte omkostninger ligesom omstrukturingsomkostninger har været særdeles volatile i den analyserede periode.

Effekten af disse opkøb vil dog kun være retvisende for den fremtidige udvikling, såfremt DSV foretager tilsvarende opkøb i fremtiden. Som det fremgår af den strategiske analyse, så forventes det ikke, at DSV vil foretage opkøb i samme omfang som tidligere, og der vil derfor blive korigeret for effekten af disse opkøb.

Korrektionerne vil blive gennemført ved, at tage højde for den kraftige vækst i forbindelse med selve budgetteringen, mens der vil blive korigeret for poster af mere transitorisk karakter i forbindelse med selve reformuleringen.

Fremgangsmåden er valgt, da det ikke har været muligt ud fra det tilgængelige materiale at foretage en sikker opdeling i organisk og akkvisitiv vækst, og da effekten af transitoriske poster ofte er nemmere at isolere.

¹²¹ DSV Årsrapport 2009, s. 64

4.2 Reformulering af resultatopgørelse

Den officielle resultatopgørelse for DSV er nedenfor reformuleret med henblik på en opdeling i drifts- og finansieringsaktivitet. Driftsaktiviteten er selskabets hovedaktivitet og den primære kilde til den fremtidige værdiskabelse, mens finansieringsaktiviteten er selskabets sekundære aktivitet, og består af både kapitalfremskaffelse samt anbringelse af overskydende likviditet.

Tabel 13: Analytisk resultatopgørelse

Analytisk resultatopgørelse, DSV A/S (DKK mio.)						
Note:	Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
1)	Road	15.688	23.399	21.943	18.987	17.256
1)	Air & Sea	6.418	7.583	8.845	13.307	13.307
1)	Solutions	909	990	4.111	5.141	5.522
	Nettoomsætning i alt	23.015	31.972	34.899	37.435	36.085
2)	Direkte omkostninger	18.348	25.068	27.195	29.260	27.187
	Bruttofortjeneste	4.667	6.904	7.704	8.175	8.898
3)	Andre eksterne omkostninger (ekskl. transitoriske revisionsomk.)	-1.090	-1.729	-1.862	-1.839	-1.988
4)	Personaleomkostninger (ekskl. transitorisk bonus)	-2.245	-3.333	-3.716	-3.985	-4.671
6)	Omstruktureringsomkostninger	-63	-102	-128	-120	-116
7)	Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	-	-	-7	-3	-8
	Indtjeningsbidrag (EBITDA)	1.269	1.740	1.991	2.228	2.115
5)	Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	-209	-330	-244	-402	-536
	Resultat af primær drift før skat (EBIT)	1.060	1.410	1.747	1.826	1.579
9)	Skat af primær drift	-309	-406	-512	-431	-549
	Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	751	1.004	1.235	1.395	1.031
3)	Udgifter til revisor, transitoriske	0	-8	0	-4	0
4)	Bonus, administrerende direktør (transitorisk)	-	-	-	-9	-
6)	Særlige poster, netto (ekskl. driftsrelateret omstruk.omk.).	4	-181	100	198	-572
8)	Finansielle indtægter	41	94	109	121	202
8)	Finansielle omkostninger	-121	-301	-370	-522	-749
10)	Valutakursregulering, udenlandske virksomheder	42	-34	-70	-44	104
10)	Årets værdireguleringer af sikringsinstrumenter	4	26	20	-202	-245
10)	Værdireg. af sikringsinstrumenter overført til finansielle poster	4	-4	-5	-41	207
10)	Aktiebaserede vederlæggelse	2	6	0	0	0
10)	Aktuarmæssige reguleringer	-44	-25	-11	-42	-103
10)	Andre reguleringer	1	1	3	0	0
	Finansielle poster, netto	-67	-426	-224	-545	-1.156
9)	Skat af finansielle poster, netto	48	153	49	114	366
	Koncernresultat	732	731	1.060	964	240
	Minoritetsinteresser	-39	-33	-49	-2	-5
	Årets resultat	693	698	1.011	962	235

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning

Ved at adskille driftsaktiviteten fra finansielle poster, sikres det herved, at det reformulerede regnskab kan anvendes i den senere rentabilitetsanalyse.

Det umiddelbare mål med reformuleringen vil være at bestemme resultatet af den primære drift efter skat, NOPAT¹²², da dette er udgangspunktet for bestemmelsen af det frie cash flow, som vil indgå i DCF-modellen.

Under rentabilitetsanalysen vil der dog i forbindelse med nøgletalsberegninger indgå poster fra finansieringsaktiviteten, og resultatopgørelsen vil derfor blive reformuleret helt ned årets resultat. Herved sikres det ligeledes, at der er konsistens mellem den officielle og den analytiske resultatopgørelse.

I note 1 til 10 i bilag 8.2.1 fremgår argumentation for reformuleringen af udvalgte poster. Disse regnskabsposter er alle karakteriseret ved, at der kan være tvivl om, hvorvidt hele eller en del af posten bør klassificeres som en del af drifts- eller finansieringsaktiviteten.

¹²² Net Operating Profit After Tax

4.3 Reformulering af balancen

Den officielle balance vil i det følgende blive reformuleret med henblik på en opdeling i drift og finansiering. Dette foretages med henblik på at matche resultatopgørelsens opdeling, hvorved der sikres konsistens mellem den analytiske resultatopgørelse og den analytiske balance.

Den analytiske balance fremgår af nedenstående tabeller, og er fremkommet ved at overføre den negative værdi af ikke driftsmæssige aktiver til passivsideen samt ikke rentebærende driftsgæld til aktivsideen. Herved fremkommer den investerede kapital, som kan fortolkes, som den afkastkrævende kapital, der er bundet i driften.

Tabel 14: Analytisk balance

Analytisk balance DSV A/S (DKK mio.)		Aktiver (Drift)				
Note:	Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
	Anlægsaktiver:					
	Immaterielle aktiver	3.109	4.936	5.114	8.436	8.721
	Materielle aktiver	2.351	3.747	3.795	5.093	4.975
11)	Kapitalandele i associerede virksomheder	11	15	7	7	9
	Anlægsaktiver i alt	5.471	8.698	8.916	13.536	13.705
	Arbejdskapital:					
	Driftsaktiver:					
15)	Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser (ekskl. andre tilgod.)	4.041	5.860	5.952	8.109	6.745
13)	Udskudte skatteaktiver, drift	148	255	311	247	377
	Selskabsskat	-	-	-	-	23
16)	Driftslikviditet	230	320	349	374	361
	Driftsaktiver i alt	4.419	6.435	6.612	8.730	7.506
	Driftspassiver:					
17)	Udskudte skatteforpligtelser, drift	-97	-306	-300	-454	-471
	Pensioner og lignende forpligtelser	-348	-559	-405	-810	-884
18)	Hensatte forpligtelser i alt	-155	-350	-325	-667	-935
21)	Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	-3.857	-5.757	-5.857	-7.802	-7.108
	Selskabsskat	-78	-2	-183	-68	-
	Driftspassiver i alt	-4.535	-6.974	-7.070	-9.801	-9.398
	Arbejdskapital, netto	-116	-539	-458	-1.071	-1.892
	Investeret kapital	5.355	8.159	8.458	12.465	11.813

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning

Tabel 15: Analytisk balance

Analytisk balance DSV A/S (DKK mio.)		Passiver (Finansiering)				
Note:	Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
	Egenkapital:					
	Aktionærerne i DSV A/S' andel af egenkapitalen	3.212	3.699	3.457	3.808	5.501
	Minoritetsinteresser	111	145	192	49	29
	Egenkapital i alt	3.323	3.844	3.649	3.857	5.530
	Nettorentebærende gæld:					
	Finansieringspassiver:					
20)	Forpligtelser bestemt for salg	2	-	81	35	17
17)	Udskudte skatteforpligtelser, finansiering	-	2	-	-25	-22
19)	Finansielle forpligtelser i alt	2.589	5.242	5.504	10.057	7.257
	Finansieringspassiver i alt	2.591	5.244	5.585	10.067	7.252
	Finansieringsaktiver:					
14)	Aktiver bestemt for salg	-41	-142	-121	-82	-211
16)	Likvide beholdninger (ekskl. Driftslikviditet)	-155	-87	-34	-142	-6
12)	Andre værdipapirer og andre tilgodehavender i alt	-28	-133	-118	-149	-96
13)	Udskudte skatteaktiver, finansiering	-5	-7	-17	-10	-2
15)	Andre tilgodehavender	-330	-560	-486	-1.076	-654
	Finansieringsaktiver i alt	-559	-929	-776	-1.459	-969
	Nettorentebærende gæld i alt	2.032	4.315	4.809	8.608	6.283
	Investeret kapital	5.355	8.159	8.458	12.465	11.813

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning

I note 11 til 21 i bilag 8.2.2 fremgår argumentation for reformuleringen af udvalgte poster. Disse balanceposter er alle karakteriseret ved, at der kan være tvivl om, hvorvidt hele eller en del af posten bør klassificeres som en del af drifts- eller finansieringsaktiviteten.

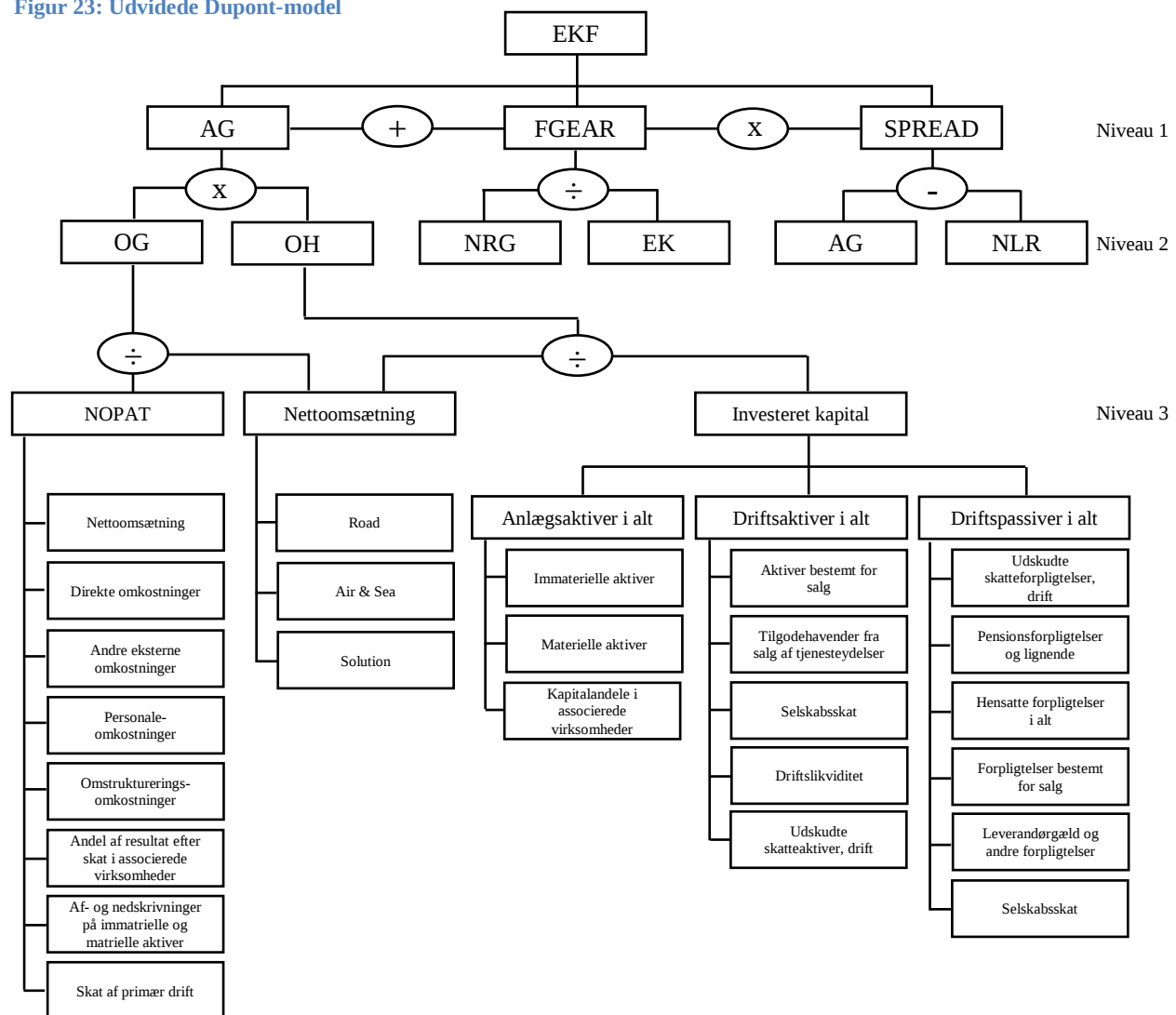
4.4 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen er et vigtigt element ved fastlæggelsen af de fremtidige forventninger for DSV, da såvel niveauet som den historiske udvikling i rentabiliteten vil være udgangspunktet for den senere budgettering.

Det overordnede rentabilitetsmål vil i det følgende være egenkapitalforrentningen, der viser afkastet af ejernes investering, som er en væsentlig drivkraft bag værdiskabelsen.

For at kunne værdiansætte DSV kræves derfor et kendskab til de value drivere, der påvirker egenkapitalforrentningen, og der vil i det følgende blive foretaget en dekomponering af nøgletallet på baggrund af den udvidede Dupont-model – illustreret i nedenstående figur.

Figur 23: Udvidede Dupont-model



Kilde: J.Elling m. fl., s. 100, T. Plenborg m. fl., s. 150, egen tilvirkning

De enkelte nøgletal i Dupont-modellen vil i det følgende blive analyseret og tildelt en farvekode, der indikerer, hvordan posten har påvirket den historiske egenkapitalforrentning.

Påvirkningen fra de enkelte nøgletal kan virke kompleks i Dupont-modellen. Ved at tildele farvekoder illustreres det hvordan nøgletal i de underliggende niveauer i sidste ende påvirker egenkapitalforretningen og dermed værdiskabelsen.

Figur 24: Farvekoder til Dupont-modellen

	Rød indikerer, at posten i væsentlig grad har påvirket den historiske udvikling i EKF i en negativ retning.
	Gul indikerer, at posten ikke i væsentlig grad har påvirket udviklingen i EKF i en positiv eller negativ retning
	Grøn indikerer, at posten i væsentlig grad har påvirket den historiske udvikling i EKF i en positiv retning.

Kilde: Egen tilvirkning

Sidst i kapitlet vil ovenstående figur derfor blive gengivet med de tildelte farvekoder, hvorved de regnskabsposter, som kræver et særligt fokus i forbindelse med værdiansættelsen, identificeres.

Rentabilitetsanalysen vil blive udarbejdet på baggrund af det analytiske regnskab opstillet i forrige afsnit, og det antages, at posterne på balancen har udviklet sig jævnt hen over året. Balanceposter vil dermed indgå i beregningerne som et gennemsnit af regnskabsposten henholdsvis primo og ultimo året, og det vil derfor kun fremkomme værdier for 2006-09, når beregninger indeholder balanceposter.

Selvom det anses for mest korrekte at anvende gennemsnitstal for balanceposter, kan beregningsmetoden dog også medføre støj i beregnede nøgletal, da væsentlige forskydninger i balanceposter henholdsvis primo og ultimo året vil medføre en over- eller undervurdering af den investerede kapital¹²³.

I den analyserede periode har DSV købt både Frans Maas og ABX Logistics i henholdsvis 2006 og 2008, hvilke begge havde en markant påvirkning på balancen. Opkøbene fandt dog begge sted i 2. kvartal¹²⁴ og vurderes derfor ikke at have tilført beregningerne støj i en sådan grad, at det er nødvendigt at korrigere for dette.

¹²³ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 150

¹²⁴ Overtagelse af Frans Maas blev annonceret 12/04 2006 og ABX annonceret 21/6 2008

4.4.1 Egenkapitalforrentningen

Egenkapitalforrentningen viser afkast af ejernes investering i virksomheden, og vil som tidligere nævnt være det overordnede rentabilitetsmål for følgende analyse.

Ligning 1: EKF korrigeret for minoritetsinteresser

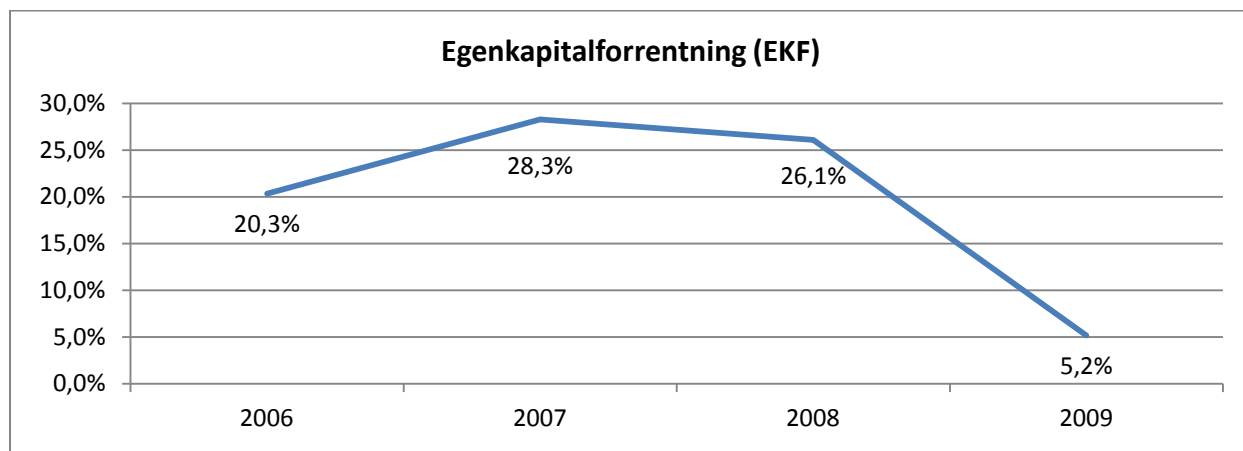
$$\text{EKF} = \text{Årets resultat} / \text{EK}_{\text{efter minoriteter}}$$

EK Egenkapital efter minoritetsinteresser

Kilde: T. Plenborg m. fl., s. 174, egen tilvirkning

I nedenstående figur er udviklingen i egenkapitalforrentning for DSV illustreret for den analyserede periode. Nøgletallet er som tidligere diskuteret bestemt på baggrund af gennemsnitstal for balanceposterne og fremgår derfor kun for perioden 2006-09.

Figur 25: Udviklingen i egenkapitalforrentning for DSV



Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning (Beregninger fremgår af bilag 8.2.3)

Af figuren ses det, at egenkapitalforrentningen har været stigende fra 2006-07, hvorefter den faldt svagt i 2008 og markant fra 2008-09. Over den analyserede periode faldt egenkapitalforrentningen samlet set fra 20,3% i 2006 til 5,2% i 2009, hvilket svarer til et samlet fald på 74%.

Udviklingstendensen i egenkapitalforrentningen kan umiddelbart give en opfattelse af, at købet af Frans Maas i 2006 har haft en positiv effekt, mens købet af ABX i 2008 har påvirket egenkapitalforrentningen negativ.

Hvorvidt faldet skyldes en reduktion i årets resultat eller en relativ større stigning i egenkapitalen, kan dog ikke bestemmes uden der foretages en dekomponering af egenkapitalforrentningen. Årsagen vil derfor blive klarlagt gennem Dupont-modellens tre niveauer.

4.4.2 Dupont modellen - Niveau 1

Egenkapitalforrentningen (EKF) illustreret i ovenstående afsnit måler rentabiliteten under hensyntagen til både drifts- og finansieringsaktiviteten. Udviklingen og niveauet for egenkapitalforrentningen påvirkes derfor af både, rentabiliteten af den primære drift (AG), rentemarginalen (SPREAD), samt den finansielle gearing (FGEAR)¹²⁵.

Ligning 2: Egenkapitalforrentningen

$$\text{EKF} = \text{AG} + \text{FGEAR} * \text{SPREAD}$$

EKF Egenkapitalforrentning

AG Afkastningsgrad

FGEAR Finansiell gearing

SPREAD Rentemarginal

Kilde: T. Plenborg m. fl., s. 175, egen tilvirkning

Ved beregningen af egenkapitalforrentningen skal der yderligere tages højde for, at DSV ikke ejer 100% af aktiekapitalen i samtlige datterselskaber. Dette betyder, at et eventuelt afkast skal fordeles mellem aktionærerne i DSV og minoritetsinteressernes (MIN)¹²⁶, og der vil derfor blive korigeret for dette i forbindelse med bestemmelse af egenkapitalforrentningen i DSV.

Ligning 3: EKF korrigeret for minoritetsinteresser

$$\text{EKF} = \text{AG} + \text{FGEAR} * \text{SPREAD} * \text{MIN}$$

$$\text{MIN} = \frac{\text{Årets resultat} / \text{Koncernresultat}}{\text{Aktionærernes andel af egenkapitalen} / \text{Egenkapital i alt}}$$

MIN Minoritetsinteressernes andel af egenkapitalforrentningen

Kilde: T. Plenborg m. fl., s. 177, egen tilvirkning

Det første led i udtrykket for egenkapitalforrentningen er afkastningsgraden, der udtrykker den samlede rentabilitet for driftsaktiviteten. Det andet led består af produktet af den finansielle gearing samt rentemarginalen, og viser herved hvilken effekt den finansielle gearing har på den samlede rentabilitet, når der korrigeres for minoritetsinteressernes andel.

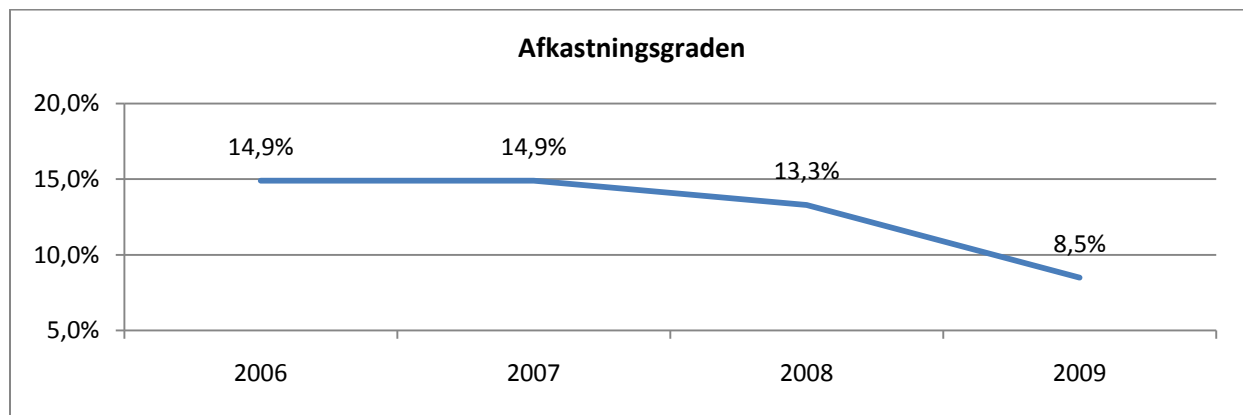
¹²⁵ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 174

¹²⁶ Minoritetsinteressernes i DSV vedrører: DSV Air & Sea OOD, 15% (Bulgarien); Saima Avandero SpA, 0,9% (Italien), DSV Road & Solutions A.S. 2,5% (Tyrkiet); Jolkos Grundstücksverwaltungsgesellschaft mbH 6% (Tyskland); DSV Air & Sea Co., Ltd, 24,1% (Japan) og DSV Air & Sea Co. Ltd. 25% (Korea).

4.4.2.1 Driftsaktiviteten - afkastningsgraden

Afkastningsgraden er det overordnede rentabilitetsmål for driftsaktiviteten og udtrykker forrentningen af den investerede kapital i procent. En stigning i nøgletallet vil i forbindelse med en værdiansættelse alt andet lige¹²⁷ øge værdien af et selskab¹²⁸.

Figur 26: Udviklingen i afkastningsgraden for DSV

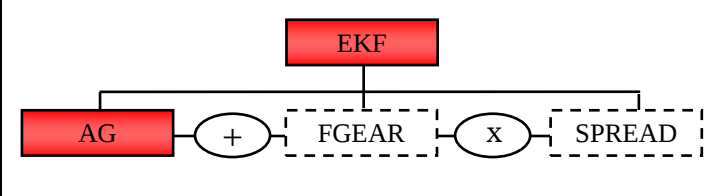


Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning (Beregninger fremgår af bilag 8.2.3)

Afkastningsgraden er i den analyserede periode faldet fra 14,9% i 2006 til 8,5% i 2009. Tendensen har dog været mest markant i 2008-09, hvor afkastningsgraden faldt med 43%.

Afkastningsgradens påvirkning på egenkapitalforrentningen er illustreret i figuren til højre, hvoraf det fremgår, at afkastningsgraden har påvirket udviklingen negativt.

Figur 27: Nøgletals påvirkning på EKF



Kilde: Egen tilvirkning

Det lader derfor til, at købet af Frans Maas ikke har medført synergieeffekter som forventet, mens integrationen af ABX ikke ser ud til at være afsluttet. En anden påvirkning kan være den globale økonomiske krise beskrevet i den strategiske analyse. En forklaring kræver dog en yderlig dekomponering af driftsaktiviteten.

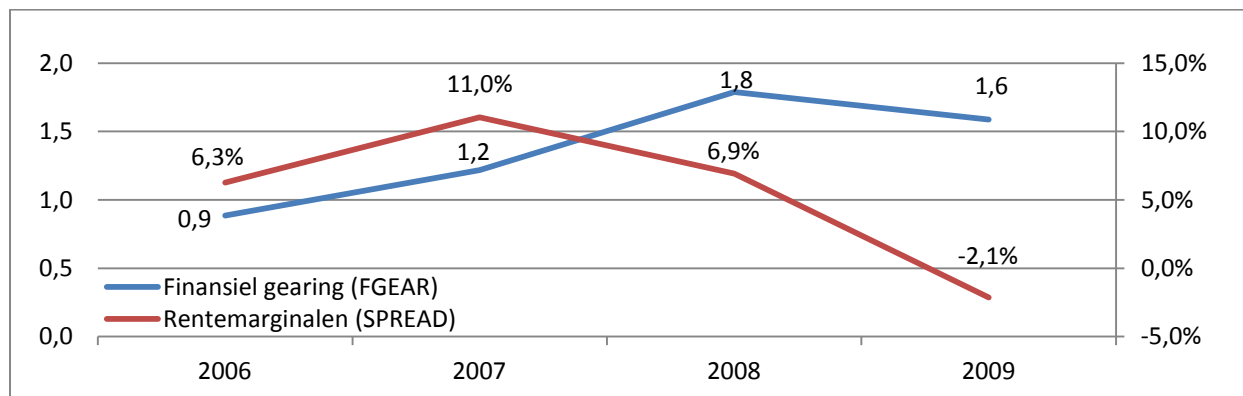
¹²⁷ En høj og positive udvikling i afkastningsgrad vil i de fleste tilfælde medføre en øget værdiskabelse i virksomheden. Der kan dog være tilfælde, hvor en positiv udvikling i afkastningsgrad ikke vil øge værdien. Dette kan eksempelvis være i tilfælde hvor stigningen i afkastningsgraden skyldes en væsentlig forøgelse i aktivernes gennemsnitlige alder, en stigning i den driftsmæssige risiko eller ændringer i selskabets eller et nøgleprodukts livscyklus. For DSV er ingen af ovenstående tilfælde dog aktuelle (T. Plenborg m. fl., 2007, s. 155)

¹²⁸ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 150

4.4.2.2 Finansieringsaktiviteten – gearing og rentemarginal

Finansieringsaktiviteten består af produktet af den finansielle gearing og rentemarginalen. En finansiell gearing har dermed en positiv effekt på selskabets værdi såfremt rentemarginalen er positiv. Omvendt vil en gearing reducere selskabets værdi, såfremt rentemarginalen er negativ.

Figur 28: Udviklingen i den finansielle gearing og rentemarginalen for DSV



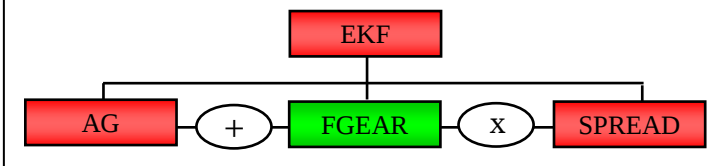
Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning (Beregninger fremgår af bilag 8.2.3)

I den analyserede periode er rentemarginalen faldet fra 6,3% i 2006 til -2,1% i 2009, mens den finansielle gearing er steget fra 0,9 til 1,6 i samme periode. DSV har dermed oplevet et vedvarende fald i rentemarginalen, samtidig med at den finansielle gearing overordnet har været stigende.

Set over hele den analyserede periode skyldes faldet i egenkapitalforrentningen en forringelse af rentabiliteten af den primære drift, samtidig med at rentemarginalen har været faldende.

Den øgede egenkapitalforrentning i perioden 2006-08 kan derfor udelukkende forklares ud fra en kraftig stigning i den finansielle gearing.

Figur 29: Nøgletals påvirkning på EKF



Kilde: Egen tilvirkning.

I perioden 2008-09 faldet rentemarginalen til -2,1%, hvorved den finansielle gearing destruerede værdi for selskabets aktionærer.

4.4.3 Dupont modellen - Niveau 2

I det forrige afsnit fremgik det, at DSV i den analyserede periode oplevede et fald i både afkastningsgraden og rentemarginalen, mens den finansielle gearing næsten blev fordoblet. For at forstå hvad der ligger til grund for disse udviklingstendenser, vil der i det følgende blive foretaget en dekomponering af nøgletallene.

4.4.3.1 Dekomponering af AG i OG og OH

Afkastningsgraden kan beregnes som produktet af overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætnings-hastighed (OH). Det er derfor muligt at få en mere indgående forståelse af udviklingen i drifts-aktiviteten igennem en dekomponering på disse to nøgletal.

Ligning 4: Dekomponering af afkastningsgraden

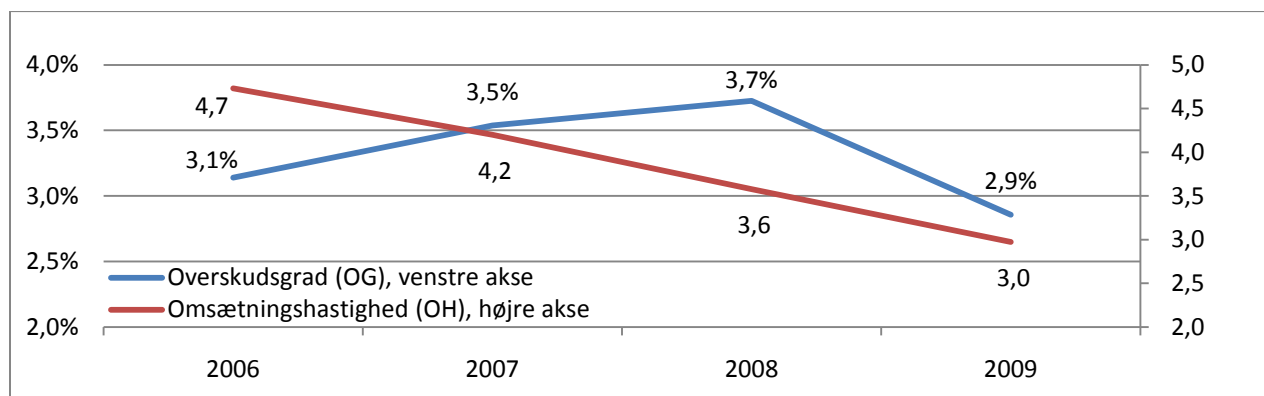
$$AG = OG * OH$$

AG	Afkastningsgraden
OG	Overskudsgraden
OH	Omsætningshastigheden

Kilde: T. Plenborg m. fl., s. 164-65, egen tilvirkning

Ud fra dekomponeringen af afkastningsgraden fremgår det, at en stigning i såvel overskudsgraden som omsætningshastigheden, alt andet lige, vil have en positiv effekt på rentabiliteten og dermed på værdien af selskabet.

Figur 30: Udviklingen i overskudsgraden og omsætningshastigheden for DSV

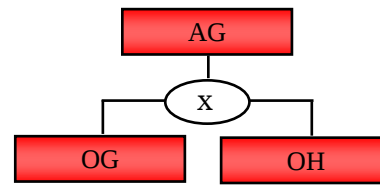


Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning (Beregninger fremgår af bilag 8.2.3)

Overskudsgraden steg i perioden 2006-08 fra 3,1% til 3,7%, hvorefter den i 2008-09 faldt til 2,9% - hvilket var 0,2 procentpoint under niveauet for 2006. Omsætningshastigheden har i den samme periode været næsten lineært faldende fra 4,7 i 2006 til 3,0 i 2009.

Den negative udvikling i rentabiliteten af den primære drift, kan derfor forklares ud fra en negativ udvikling i både overskudsgraden og omsætningshastigheden, hvilket er illustreret i Figur 31 til højre.

Figur 31: Nøgletals påvirkning på AG



Kilde: Egen tilvirkning

DSV oplevede en stigende overskudsgrad i 2006-08, hvilket indikerer, at købet af Frans Maas alligevel¹²⁹ har medført synergieffekter for koncernen.

I perioden 2008-09 faldt overskudsgraden dog markant fra 3,7% til 2,9%, og det vil derfor være væsentligt at få afklaret, om dette skyldes, at organisationen efterfølgende ikke har formået at tilpasse sig en faldende nettoomsætning, eller at integrationen af ABX endnu ikke er på plads.

DSV opererer på et marked med stor konkurrence, hvor der hovedsageligt tilbydes standard-ydelser, hvilket gør det svært at differentiere sig. Dette gør det vanskeligt at opretholde en høj overskudsgrad, hvorfor det er særligt vigtigt at fastholde en høj omsætningshastighed.

I forbindelse med værdiansættelsen af DSV vil det derfor ligeledes være væsentligt at få afklaret, hvorvidt udviklingen kan forventes at fortsætte, eller om DSV allerede har iværksat tiltag for at få reduceret både kapitalbindingen og omkostningerne i værdikæden.

¹²⁹ I forbindelse med den tidligere niveau 1 analyse (afkastningsgraden) kunne man umiddelbart få en anden opfattelse.

4.4.3.2 Dekomponering af FGEAR i NRBG og EK

I dekomponeringen af finansieringsaktiviteten fremgik det, at der havde været en kraftig stigning i den finansielle gearing. Dette har haft en væsentlig betydning for udviklingen i egenkapitalforrentningen i perioden 2006-08.

Den finansielle gearing viser forholdet mellem den nettorentebærende gæld og egenkapitalen, og der vil i det følgende blive foretaget en dekomponering på disse to nøgletal. Ud fra definitionen af den finansielle gearing gælder det, alt andet lige, at en stigning i den nettorentebærende gæld vil øge den finansielle gearing, mens en stigning i egenkapitalen vil medføre en reduktion.

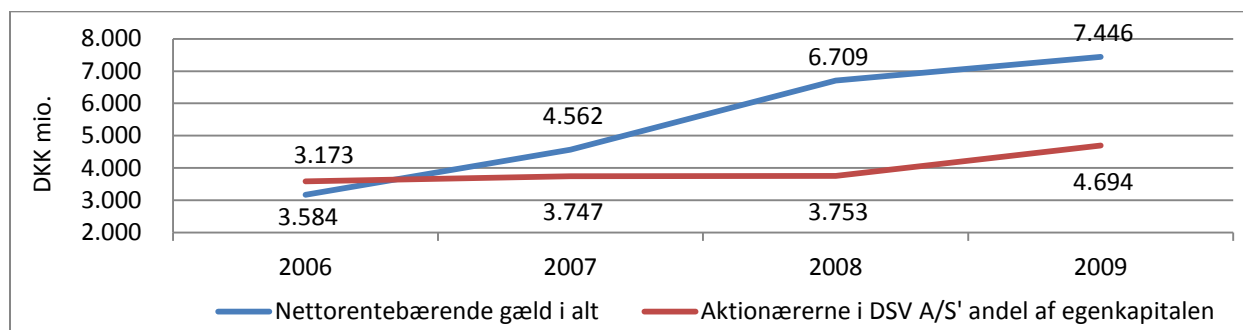
Ligning 5: Dekomponering af FGEAR

$$\text{FGEAR} = \text{NRBG} / \text{EK}$$

FGEAR	Finansiell gearing
NRBG	Netto rentebærende gæld
EK	Egenkapital inkl. minoritetsinteresser

Kilde: J. Elling m. fl., s. 101, egen tilvirkning

Figur 32: Udviklingen i nettorentebærende gæld og egenkapital for DSV



Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning (Beregninger fremgår af bilag 8.2.3)

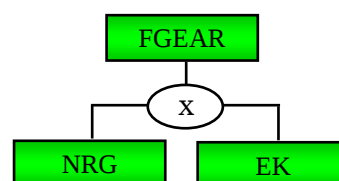
I den analyserede periode steg DSV's nettorentebærende gæld fra 3.173 DKK mio. i 2006 til 7.446 DKK mio. i 2009, mens egenkapitalen steg fra 3.584 DKK mio. til 4.694 DKK mio. i samme periode.

Den stigende finansielle gearing i perioden 2006-08 skyldes en stigende gældssætning, som ikke følges op af en forøgelse af egenkapitalen før i 2008-09. I det sidste regnskabsår fortsatte gældssætningen, men da egenkapitalen blev øget forholdsvis mere, forekom der et mindre fald i gearingen.

Udviklingen i den finansielle gearing, skal forklares ud fra en relativ større stigning i nettorentebærende gæld end i egenkapital. Hvorvidt udviklingen i DSV's kapitalstruktur har været positiv for virksomhedens værdi, skal ses i et større perspektiv, da andre faktorer såsom finansiell risiko og afkastkrav påvirkes ligeledes.

I Dupont modellen har den finansielle gearing, alt andet lige, haft en positiv påvirkning på egenkapitalforrentningen fra 2006-08, hvorfor de belyste nøgletal markeres med grøn. De øvrige aspekter omkring virksomhedens kapitalstruktur vil blive behandlet yderligere i kapitel 6.

Figur 33: Nøgletals påvirkning på FGEAR



Kilde: Egen tilvirkning

4.4.3.3 Dekomponering af SPREAD i AG og NLR

Rentemarginalen, der viser forskellen mellem rentabiliteten af den primære drift og nettolånerenten, faldt markant i perioden 2008-09. Dette medførte, at finansieringsaktiviteten ikke bidrog til værdiskabelsen i denne periode. For at klarlægge årsagen til dette fald, dekomponeres rentemarginalen i afkastningsgraden og nettolånerenten.

Ligning 6: Dekomponering af SPREAD

$$\text{SPREAD} = \text{AG} - \text{NLR}$$

SPREAD	Rentemarginal
AG	Afkastningsgrad
NLR	Nettolånerente

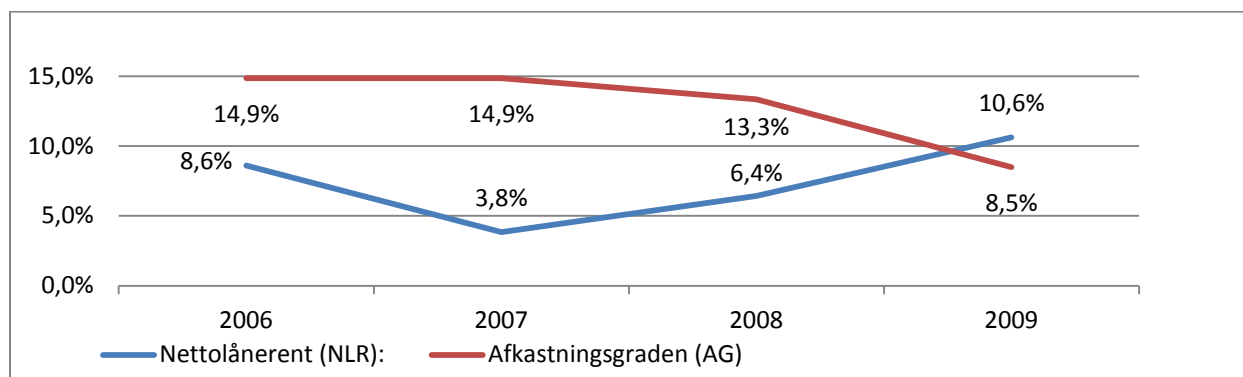
Kilde: J. Elling m. fl., s. 101, egen tilvirkning

En forudsætning, for at den finansielle gearing bidrager til værdiskabelsen i DSV, er, at forskellen mellem afkastningsgraden og nettolånerenten er positiv. Det gælder derved, alt andet lige, at en stigning i rentabiliteten af den primære drift giver en højere egenkapitalforrentningen, mens en stigning i nettolånerenten medfører et fald i egenkapitalforrentningen.

Niveauet og udviklingen i nettolånerenten skal fortolkes med varsomhed, da renteindtægter modregnes i renteomkostninger, hvorved der antages en identisk rentesats på ind- og udlån.

Herudover er der i opgørelsen af nettofinansielle omkostninger efter skat medtaget finansielle poster som eksempelvis valutakursreguleringer, værdiregulering af sikringsinstrumenter, mv., og nettolånerenten kan dermed ikke sammenlignes med lånerenten hos selskabets kreditorer.

Figur 34: Udviklingen i afkastningsgrad og nettolånerenten for DSV

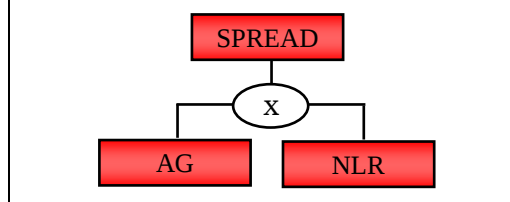


Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning (Beregninger fremgår af bilag 8.2.3)

Af figuren ses det, at rentabiliteten af den primære drift er faldet støt fra 14,9% til 8,5%, mens nettolånerenten har været særdeles volatil og er steget fra 8,6% til 10,6% set over hele perioden.

Det voldsomme fald i rentemarginalen, som DSV oplevede i 2008-09, skyldes såvel stigende nettolånerente som faldende afkastningsgrad. Begge nøgletal har dermed en væsentlig negativ påvirkning på SPREAD, hvorfor begge markeres med rød.

Figur 35: Nøgletals påvirkning på SPREAD



Kilde: Egen tilvirkning

4.4.4 Dupont modellen - Niveau 3

Det fremgik i niveau 2, at DSV har oplevet et fald i både overskudsgrad og omsætnings-hastighed. For at klarlægge denne udviklingstendens, vil der i det følgende blive foretaget en dekomponering af disse nøgletal.

4.4.4.1 Dekomponering af OG i nettoomsætning og NOPAT

Overskudsgraden beskriver forholdet mellem selskabets indtægter og omkostninger vedrørende den primære drift, og viser resultatet af den primære drift i procent af nettoomsætningen¹³⁰.

Ligning 7: Dekomponering af OG

$$\text{OG} = \text{NOPAT} / \text{Nettoomsætning}$$

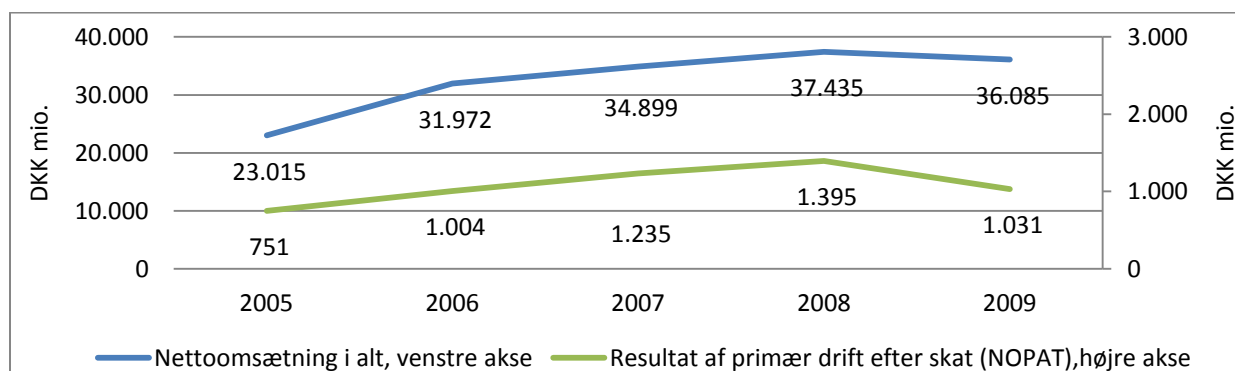
OG Overskudsgrad

NOPAT Resultat af primær drift efter skat

Kilde: T. Plenborg m. fl., s. 164-65, egen tilvirkning

Det er derfor ikke tilstrækkeligt for en virksomhed at forøge resultatet af den primære drift, da overskudsgraden vil falde såfremt væksten i NOPAT ikke overstiger vækst i nettoomsætningen.

Figur 36: Udviklingen i nettoomsætningen og resultat af primær drift efter skat for DSV



Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning (Beregninger fremgår af bilag 8.2.3)

Det fremgår af ovenstående figur, at såvel nettoomsætningen som resultatet af primær drift steg i perioden 2005-08. Nettoomsætningen steg fra 23.015 DKK mio. til 37.435 DKK mio., mens NOPAT steg fra 751 DKK mio. til 1.395 DKK mio., hvilket svarer til en stigning på henholdsvis 62,7% og 85,8%.

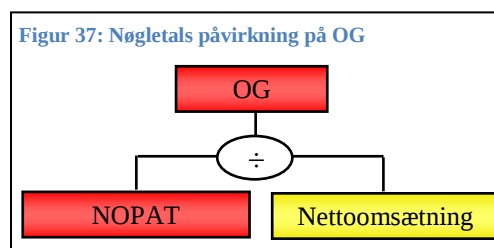
I perioden 2008-09 oplevede DSV et fald i nettoomsætningen til 36.085 DKK mio. og NOPAT til 1.031 DKK mio. svarende til et fald på henholdsvis -3,5% og -26,1%.

¹³⁰ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 164

Som beskrevet i afsnit 4.4.3.1 oplevede DSV et kraftigt fald i overskudsgraden på 21,6% i 2008-09. Det fremgår tydeligt af ovenstående, at årsagen til dette var det væsentlig større fald i NOPAT på 26,1% mod et fald på kun 3,5% i nettoomsætningen.

Dette viser, at DSV ikke har været i stand til at tilpasse deres omkostninger til det reducerede aktivitetsniveau på trods af asset light-strategien. En årsag kan være, at der endnu ikke er opnået de forventede synergieffekter fra opkøbet af ABX.

På baggrund af ovenstående fremgår det, at den negative udvikling i overskudsgraden påvirkes markant af udviklingen i NOPAT, mens nettoomsætningen ikke har haft en væsentlig indflydelse. Dette er illustreret i figuren til højre.



Kilde: Egen tilvirkning

4.4.4.2 Dekomponering af OH i nettoomsætning og investeret kapital

Omsætningshastigheden beskriver forholdet mellem nettoomsætningen og den investerede kapital, og viser selskabets evne til at tilpasse kapitalbindingen til aktivitetsniveauet¹³¹.

Ligning 8: Dekomponering af OH

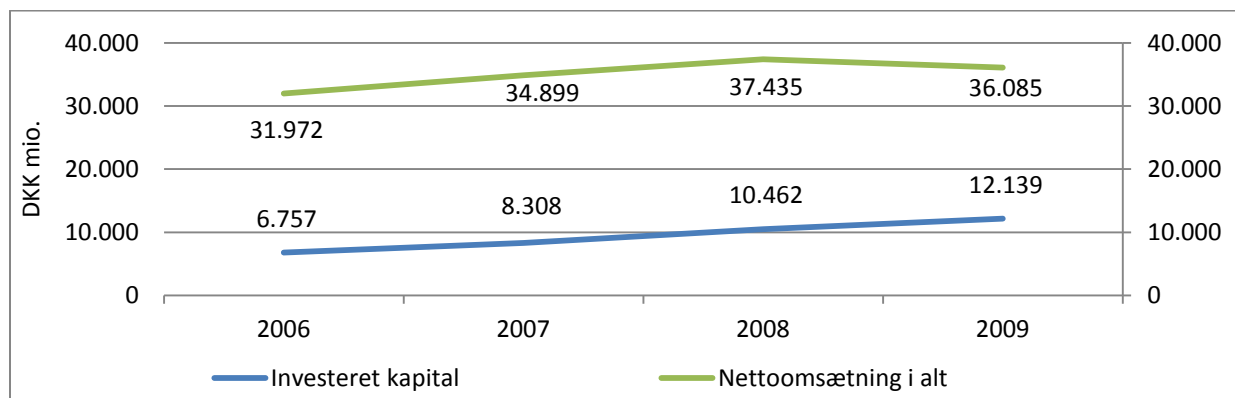
$$\text{OH} = \text{Nettoomsætning} / \text{Investeret kapital}$$

OH Omsætningshastighed

Kilde: T. Plenborg m. fl., s. 164-65, egen tilvirkning

Omsætningshastigheden kan derfor tolkes som et mål for virksomhedens produktivitet, og det er dermed muligt for en virksomhed at skabe værdi såfremt vækst i nettoomsætning overstiger vækst i investeret kapital.

Figur 38: Udviklingen i nettoomsætningen og den investerede kapital for DSV

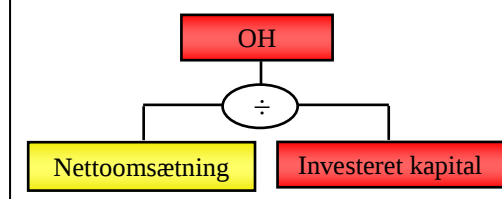


Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning (Beregninger fremgår af bilag 8.2.3)

Det fremgår af ovenstående figur, at i perioden 2006-09 steg nettoomsætningen fra 31.972 DKK mio. til 36.085 DKK mio., mens investeret kapital steg fra 6.757 DKK mio. til 12.139 DKK mio. Dette svarer til en stigning på henholdsvis 12,9% og 79,7%.

Den væsentlig større stigning i den investerede kapital forklarer dermed det kraftige fald i omsætningshastigheden på 36,1%, der blev beskrevet i afsnit 4.4.3.1. Nøgletallenes indvirkning på omsætningshastigheden er illustreret i figuren til højre.

Figur 39: Påvirkning af OH



Kilde: Egen tilvirkning

¹³¹ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 165

4.4.5 Trend- og Common-size-analyse af det analytiske regnskab

For yderligere at klarlægge hvad der har drevet udviklingen i driftsaktiviteten analyseres den analytiske resultatopgørelse og balance gennem såvel en trend- som en common-size-analyse.

I trendanalysen vil udviklingen i de enkelte poster blive indekseret, mens de enkelte poster i common-size-analysen bestemmes som procent af henholdsvis nettoomsætningen og den investerede kapital.

Common-size-analysen anvendes hyppigst i forbindelse med en tværsnitsanalyse, mens der ofte gøres brug af en trendanalyse i forbindelse med en tidsserie¹³². I følgende tidsserieanalyse er det dog valgt, at gøre brug af begge metoder, da det hermed er nemt både at få et overblik over udviklingstendenser i de enkelte regnskabsposter, ligesom det fremgår med hvilken vægt de enkelte poster indgår i beregnede nøgletal.

4.4.5.1 Resultatopgørelsen

Tabel 16: Trend- og common-size-analyse

Resultatopgørelse for DSV A/S					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Road</i>	100 68%	149 73%	140 63%	121 51%	110 48%
<i>Air & Sea</i>	100 28%	118 24%	138 25%	207 36%	207 37%
<i>Solutions</i>	100 4%	109 3%	452 12%	566 14%	607 15%
Nettoomsætning i alt	100 100%	139 100%	152 100%	163 100%	157 100%
Direkte omkostninger	100 -80%	137 -78%	148 -78%	159 -78%	148 -75%
Andre eksterne omkostninger	100 -5%	159 -5%	171 -5%	169 -5%	182 -6%
Personaleomkostninger	100 -10%	148 -10%	166 -11%	178 -11%	208 -13%
Omstruktureringsomkostninger	100 0%	163 0%	203 0%	190 0%	183 0%
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	- -	- -	100 0%	43 0%	114 0%
Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	100 -1%	158 -1%	117 -1%	192 -1%	256 -1%
Skat af primær drift	100 -1%	131 -1%	166 -1%	139 -1%	177 -2%
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	100 3,3%	134 3,1%	164 3,5%	186 3,7%	137 2,9%

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 22, egen tilvirkning

¹³² J. Elling m. fl., 2003, s. 99

Af ovenstående tabel fremgår udviklingen i de driftsmæssige poster i den analytiske resultatopgørelse. Det fremgår tydeligt, at der er sket en forskydning i divisionernes bidrag til den samlede nettoomsætning. Road oplevede en betydelig vækst på 49 procentpoint fra 2005-06 som følge af opkøbet af Frans Maas, hvorefter divisionen oplevede en negativ organisk vækst fra 2006-09 på 39 procentpoint.

En del af dette fald kan formentlig forklares med faldende priser på vejtransport under den globale økonomiske krise som følge af lavere efterspørgsel og en regnskabsmæssig overførsel af Frans Maas' logistik aktivitet. Den negative vækst skal derfor ikke udelukkende ses som et udtryk for lavere aktivitet i divisionen¹³³. Over hele perioden steg divisionens omsætning i den analyserede periode kun med 10 procentpoint, og andelen af den samlede nettoomsætning faldt derfor fra 68% til 48%.

Air & Sea divisionen har derimod mere end fordoblet omsætningen fra 2005-09, hvilket primært var drevet af akquisitionen i 2008 af ABX. Dette har betydet at divisionens andel af nettoomsætningen er steget fra 28% til 37%. Som beskrevet i den strategiske analyse er det også denne division, der primært forventes at drive den organiske vækst fremadrettet.

I den analyserede periode er det Solutions, der har oplevet den mest markante vækst med en seksdobling af omsætningen. Dette skyldes primært af købet af Frans Maas 2006, men af regnskabsmæssige årsager blev logistik aktiviteten fra denne først overført til Solutions i 2007, hvor omsætningen blev firdoblet. Efterfølgende har divisionen ligeledes oplevet en pæn organisk vækst, hvorved andelen af den samlede omsætning er steget fra 4% til 15% set over hele analyseperioden.

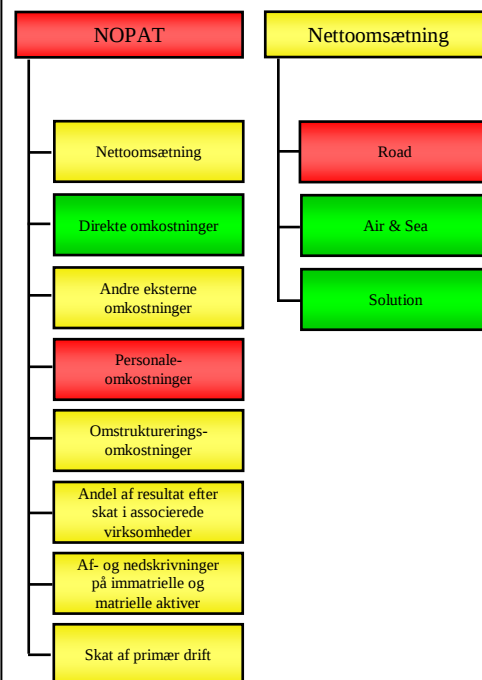
Direkte omkostninger, andre eksterne omkostninger og personaleomkostninger har historisk udgjort omkring 94% af nettoomsætningen, men der har været ændringer i deres relative størrelse. DSV har formået at nedbringe de direkte omkostningers andel af nettoomsætningen med 5%, mens personaleomkostninger er steget med 3%.

¹³³ DSV Årsrapport, 2008 og 2009, henholdsvis s. 15 og 17

Forbedringen i direkte omkostninger skyldes formentlig synergieffekter opnået ved opkøb samt højere margin i de to vækstdivisioner, Solutions og Air & Sea. Integrationen af ABX er dog endnu ikke tilendebragt, hvilket er årsag til de stigende personaleomkostninger.

Det fremgår af tabellen, at omstrukturingsomkostninger, andel af resultat efter skat i associerede virksomheder, af- og nedskrivninger samt skat af primær drift har udgjort omtrent 6% af omsætningen, ligesom der ikke har været betydelige forskydninger i deres relative størrelse. Disse poster vurderes derfor ikke at have påvirket driftens rentabilitet markant, hvorfor de ikke analyseres yderligere. Regnskabsposternes indvirkning på driftens rentabilitet fremgår af figuren til højre.

Figur 40: Påvirkning på driftens rentabilitet



Kilde: Egen tilvirkning

4.4.5.2 Balancen – drift

Nedenstående figur viser udviklingen i de driftsmæssige aktiver og passiver, illustreret på baggrund af såvel en trend- som en common-size-analyse.

Tabel 17: Trend- og common-size-analyse

Balance for DSV A/S					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Immaterielle aktiver	100 58%	159 60%	164 60%	271 68%	281 74%
Materielle aktiver	100 44%	159 46%	161 45%	217 41%	212 42%
Kapitalandele i associerede virksomheder	100 0%	136 0%	64 0%	64 0%	82 0%
Anlægsaktiver i alt	100 102%	159 107%	163 105%	247 109%	251 116%
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	100 75%	145 72%	147 70%	201 65%	167 57%
Udskudte skatteaktiver, drift	100 3%	172 3%	210 4%	167 2%	255 3%
Selskabsskat	na na	na na	na na	na na	100 na
Driftslikviditet	100 4%	139 4%	152 4%	163 3%	157 3%
Driftsaktiver i alt	100 83%	146 79%	150 78%	198 70%	170 64%
Udskudte skatteforpligtelser, drift	100 -2%	315 -4%	309 -4%	468 -4%	486 -4%
Pensioner og lignende forpligtelser	100 -6%	161 -7%	116 -5%	233 -6%	254 -7%
Hensatte forpligtelser i alt	100 -3%	226 -4%	210 -4%	430 -5%	603 -8%
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	100 -72%	149 -71%	152 -69%	202 -63%	184 -60%
Selskabsskat	100 -1%	3 0%	235 -2%	87 -1%	0 0%
Driftspassiver i alt	100 -85%	154 -85%	156 -84%	216 -79%	207 -80%
Arbejdskapital, netto	100 -2%	465 -7%	395 -5%	924 -9%	1.633 -16%
Investeret kapital	100 100%	152 100%	158 100%	233 100%	221 100%

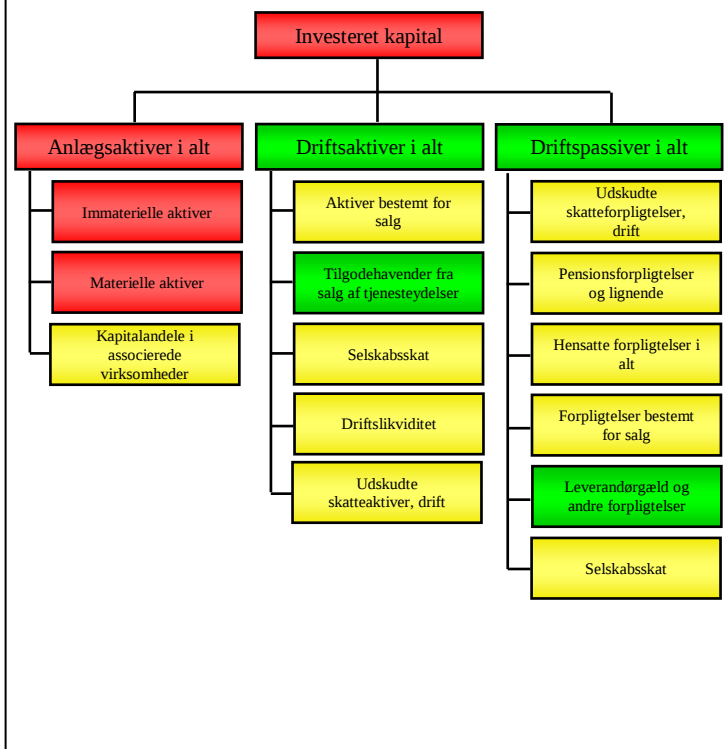
Kilde: Årsrapporten 2006 – 2009, note 22, egen tilvirkning

Den investerede kapital er fra 2005-09 mere end fordoblet som følge af opkøbet af Frans Maas og ABX Logistics, men som det fremgår af afsnit 4.4.5.1 er nettoomsætningen dog ikke steget i samme takt. Denne udvikling er årsagen til den forværrede omsætningshastighed i analyseperioden.

Væksten i den investerede kapital skal forklares ud fra en markant vækst i anlægsaktiver på 151%, der ikke bliver retfærdiggjort af en tilsvarende stigning i nettoomsætning. Stigningen i anlægsaktiver er drevet af en vækst på 181% i immaterielle aktiver og 112% i materielle aktiver.

Udviklingen i netto arbejdskapital har derimod trukket i modsat retning, da driftspassiverne er steget mere end driftsaktiverne. DSV finansierer dermed en større del af driften gennem de ikke rentebærende driftspassiver.

Figur 41: Påvirkning på driftens rentabilitet



Kilde: Egen tilvirkning

4.5 Delkonklusion

I kapitlet er DSV's officielle årsrapport reformuleret med henblik på opstilling af et analytisk regnskab. På baggrund af dette er der foretaget en rentabilitetsanalyse, der er sammenfattet i nedenstående figur. Heraf fremgår det, hvorledes de enkelte regnskabsposter påvirker DSV's driftsaktivitet, finansieringsaktivitet og egenkapitalforrentning.

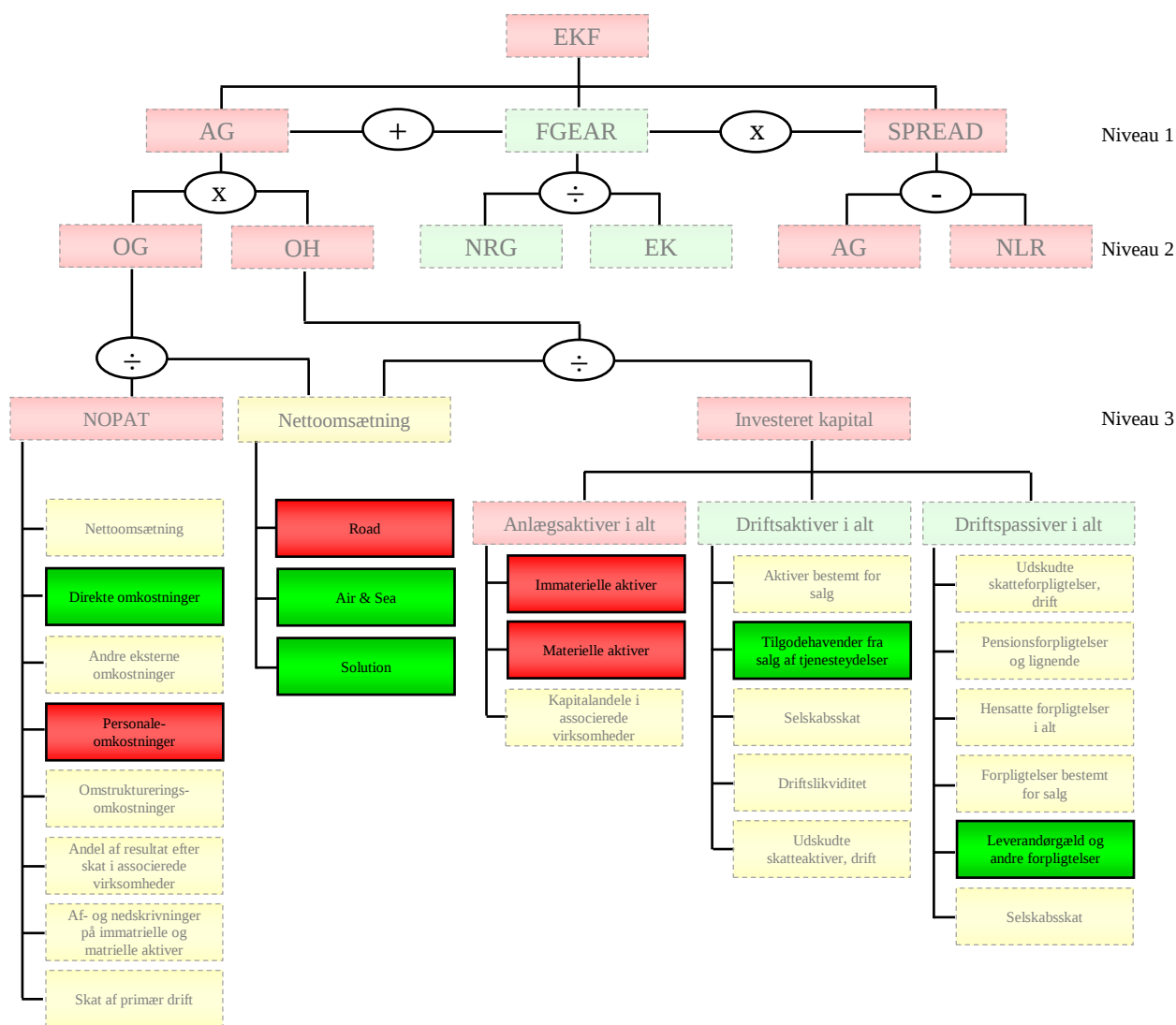
Figur 42: Farvekoder

...	Rød indikerer, at posten i væsentlig grad har påvirket den historiske udvikling i EKF i en negativ retning.
...	Gul indikerer, at posten ikke i væsentlig grad har påvirket udviklingen i EKF i en positiv eller negativ retning.
...	Grøn indikerer, at posten i væsentlig grad har påvirket den historiske udvikling i EKF i en positiv retning.

Kilde: Egen tilvirkning

De regnskabsposter, der fremadrettet har størst indvirkning på værdiansættelsen af DSV, og som derfor vil blive tillagt et særligt fokus i budgetteringen, er fremhævet i Dupont-model nedenfor.

Figur 43: Delkonklusion på rentabilitetsanalysen



Kilde: J.Elling m. fl., s. 100, T. Plenborg m. fl., s. 150, egen tilvirkning

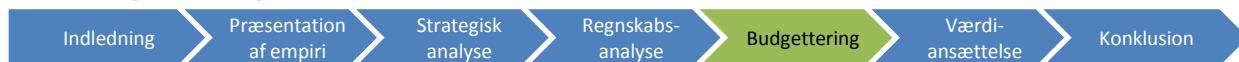
Egenkapitalforrentningen er faldet betragteligt over perioden fra 20,3% til 5,2% som følgende af faldende afkastningsgrad og rentemarginal.

Faldet i afkastningsgraden skyldes både fald i overskudsgraden og omsætningshastigheden. På trods af en kraftig vækst i såvel Air & Sea samt Solutions var der en stagnation i den samlede nettoomsætning som følge af et fald i Road, og overskudsgraden blev dermed forværret primært som følge af stigende personaleomkostninger.

I den analyserede periode faldt omsætningshastigheden som følge af en relativ større stigning i materielle og immaterielle anlægsaktiver end i nettoomsætning, men sidstnævnte effekt blev dog reduceret af en forbedring af nettoarbejdskapitalen over perioden.

Den forværrede afkastningsgrad har sammen med en stigende nettolånerente medført at rentemarginalen blev negativ i 2009, hvilket medførte, at den finansielle gearing i dette regnskabsår havde en negativ effekt på værdiskabelsen i DSV.

5 Budgettering



På baggrund af den gennemførte regnskabsanalyse er det nu muligt at fastlægge de historiske value drivers, som sammenholdt med den strategiske analyse vil ligge til grund for det fremtidige budget.

Budgetteringen består af to dele – en budgetperiode samt en terminalperiode. Budgetperioden skal have en sådan længde, at virksomheden ved afslutningen af denne har en konstant vækst, konstant afkast på alt nyt og allerede investeret kapital, og geninvesteringerne udgør en konstant andel af NOPAT i hvert år.

Virksomheden har derved opnået et steady state i terminalperioden, hvorved det fremtidige indtjeningsniveau i al uendelighed vil være korrekt fremstillet.



Indledningsvis fastlægges de historiske value drivers på baggrund af det analytiske regnskab, hvorefter den fremtidige omsætningsvækst vil blive budgetteret for hver af de tre divisioner i DSV, og omkostningsniveauet vil blive fastlagt for hele koncernen.

På baggrund af væksten i omsætning, og dermed aktivitet, vil den fremtidige udvikling i koncernens anlægsaktiver og arbejdskapital blive bestemt.

I forbindelse med budgetteringen vil der blive lagt særlig vægt på udviklingen i de regnskabsposter, som historisk har haft en markant indflydelse på koncernens rentabilitet, mens mindre væsentlige poster kun vil blive gennemgået overordnet.

Den fremtidige rentabilitet af driften vil blive sammenholdt med de historiske nøgletal, der blev analyseret ved hjælp af Dupont-modellen, med henblik på at kontrollere konsistensen i mellem den historiske og fremtidige udvikling.

5.1 Historiske value drivers

Af nærværende tabel fremgår de historiske value drivers for DSV, der, med undtagelse af af- og nedskrivninger samt immaterielle aktiver, alle er udregnet som andel af nettoomsætningen.

Af- og nedskrivninger vedrører anlægsaktiverne og denne value driver er derfor udregnet som en procentdel af disse. Immaterielle aktiver er i DSV primært opstået som følge af opkøb og stiger dermed ikke i takt med nettoomsætningen, hvorfor value driveren er udregnet som den årlige vækst. Periodens gennemsnitlige value drivers ses af tabellens højre side.

Tabel 18: Historiske value drivers

Resultatopgørelse						
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009	Gns. 2005-09
Road		49,2%	-6,2%	-13,5%	-9,1%	5,1%
Air & Sea		18,2%	16,6%	50,4%	0,0%	21,3%
Solutions		8,9%	315,3%	25,1%	7,4%	89,2%
Omsætningsvækst total		38,9%	9,2%	7,3%	-3,6%	12,9%
Direkte omkostninger i pct. af oms.	-79,7%	-78,4%	-77,9%	-78,2%	-75,3%	-77,9%
Bruttomargin	20,3%	21,6%	22,1%	21,8%	24,7%	22,1%
Andre eksterne omkostninger i pct. af oms.	-4,7%	-5,4%	-5,3%	-4,9%	-5,5%	-5,2%
Personaleomkostninger i pct. af oms.	-9,8%	-10,4%	-10,6%	-10,6%	-12,9%	-10,9%
Omstruktureringsomkostninger i pct. af oms.	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Andel af resultat efter skat i ass. virk. i pct. af oms.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA-margin	5,5%	5,4%	5,7%	6,0%	5,9%	5,7%
Af- og nedskrivninger i pct. af anlægsaktiver	-3,8%	-3,8%	-2,7%	-3,0%	-3,9%	-3,4%
EBIT-margin	4,6%	4,4%	5,0%	4,9%	4,4%	4,7%
Skat af primær drift	-29,2%	-28,8%	-29,3%	-23,6%	-34,8%	-29,1%
Overskudsgrad	3,3%	3,1%	3,5%	3,7%	2,9%	3,3%

Investeret kapital						
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009	Gns. 2005-09
Immaterielle aktiver, vækst		58,8%	3,6%	65,0%	3,4%	32,7%
Materielle aktiver i pct. af oms.	10,2%	11,7%	10,9%	13,6%	13,8%	12,0%
Kapital andele i ass. virk. i pct. af oms.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlægsaktiver i alt i pct. af oms	23,8%	27,2%	25,5%	36,2%	38,0%	30,1%
Tilgodehave. fra salg og tjenesteydelser i pct. af oms.	17,6%	18,3%	17,1%	21,7%	18,7%	18,7%
Udskudte skatteaktiver, drift i pct. af oms	0,6%	0,8%	0,9%	0,7%	1,0%	0,8%
Selskabsskat i pct. af oms.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Driftslikviditet 1 pct. af oms.	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Driftsaktiver i alt i pct. af oms.	19,2%	20,1%	18,9%	23,3%	20,8%	20,5%
Udskudte skatteforpligtelser, drift i pct. af oms.	-0,4%	-1,0%	-0,9%	-1,2%	-1,3%	-1,0%
Pensioner og lignende forpligtelser i pct. af oms.	-1,5%	-1,7%	-1,2%	-2,2%	-2,4%	-1,8%
Hensatte forpligtelser i pct. af oms.	-0,7%	-1,1%	-0,9%	-1,8%	-2,6%	-1,4%
Leverandørgæld og andre gældsfor. i pct. af oms.	-16,8%	-18,0%	-16,8%	-20,8%	-19,7%	-18,4%
Selskabsskat i pct. af oms.	-0,3%	0,0%	-0,5%	-0,2%	0,0%	-0,2%
Driftspassiver i alt i pct. af oms.	-19,7%	-21,8%	-20,3%	-26,2%	-26,0%	-22,8%
Arbejdskapital, netto i pct. af oms.	-0,5%	-1,7%	-1,3%	-2,9%	-5,2%	-2,3%
Investeret kapital i pct. af oms.	23,3%	25,5%	24,2%	33,3%	32,7%	27,8%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2 Primær drift

I nedenstående afsnit vil DSV's primære drift blive budgetteret ud fra den forventede udvikling i omsætning, omkostninger, anden driftsmæssig indtjening, af- og nedskrivninger samt skat.

5.2.1 Omsætning

DSV's fremtidige omsætning vil blive budgetteret separat for hver af de tre divisioner, da de påvirkes af såvel de generelle makroøkonomiske faktorer samt markedsspecifikke forhold. Budgetteringen er foretaget under forudsætning af, at DSV vokser organisk som beskrevet i afsnit 3.3 om vækststrategi.

Omsætningsvæksten i terminalperioden vil dog blive budgetteret for hele koncernen, da alle tre divisioner fra denne forventes at have opnået et steady state, der afspejler den fremtidige vækst i al uendelighed. Den historiske vækst i BNP i Europa har været 2,3%, som beskrevet i afsnit 3.1.2.

Da Europa forventelig vil være DSV's primære marked fremadrettet, vurderes denne vækstrate fremadrettet at være retvisende. På sigt vil vækstlandene i eksempelvis Fjernøsten opnå lavere vækstrater i takt med deres udvikling, hvorfor disse forventeligt vil nærme sig den europæiske.

Eftersom koncernen har opnået et steady state i terminalperioden, forventes omkostningsniveauet at være stabiliseret fra 2016. Væksten i omsætning vil derfor afspejle sig i en tilsvarende vækst i NOPAT, hvorfor vækstraten, g , i den senere værdiansættelse ligeledes vil udgøre 2,3%.

5.2.1.1 Road

Efter købet af Frans Maas har omsætningen i Road divisionen været faldende, hvilket de seneste år skyldes nedgang i volumen og faldende priser. DSV vil i 2010 have udbygget transportnetværket i Europa fuldt ud, og der forventes igen positiv vækst i BNP i de europæiske lande fremover.

Sammenholdt med en normalisering af priserne for vejtransport vil dette også føre til positiv organisk vækst for Road divisionen fremadrettet.

I afsnit 3.1.2 i den strategiske analyse blev det klarlagt, at udvikling i transport i Europa følger udviklingen i BNP tæt. Væksten i BNP forventes som beskrevet i afsnittet at blive 1,0% og 1,7% i henholdsvis 2010 og 2011, hvorefter den langsomt vil etablere sig på den gennemsnitlige vækst på 2,3%.

Tabel 19: Vækst i omsætning, Road

Value drivers for omsætning, Road											
2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
49,2%	-6,2%	-13,5%	-9,1%	5,1%	1,0%	1,7%	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.1.2 Air & Sea

I forbindelse med budgetteringen for Air & Sea skal der tages højde for, at udviklingen i nettoomsætning ikke udelukkende drives af et ændret aktivitetsniveau, men også påvirkes af udviklingen i fragtraterne.

Som beskrevet i den strategiske analyse vil ændrede fragtrater påvirke omsætningen, da ændrede omkostninger bliver videresendt til kunderne - om end med et mindre tidsmæssigt lag.

Divisionen har historisk oplevet stærk vækst både organisk og som følge af opkøb, men i 2009 stagnerede denne udvikling grundet faldende fragtrater. For at give et retvisende billede af værdiskabelsen i Air & Sea divisionen, vil der derfor i 2010 blive korigeret både for de unormalt lave fragtrater i 2009 samt vækst i volumen.

Omsætningsvæksten i 2010 er budgetteret til 36,5% drevet af en vækst i verdenshandlen på 11,5% samt stigende fragtrater. Ud fra DSV's regnskab for tredje kvartal 2010 vurderes normaliseringen af fragtraterne at give en omsætningsvækst på yderligere 25,0%.

Under antagelse af normaliserede fragtrater vil væksten fra 2011 budgetteres på baggrund af ændringer i volumen. Denne vil blive baseret på udviklingen i verdenshandlen som beskrevet i afsnit 3.1.2 under den strategiske analyse.

Tabel 20: Vækst i omsætning, Air & Sea

Value drivers for omsætning, Air & Sea											
2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
18,2%	16,6%	50,4%	0,0%	21,3%	36,5%	5,7%	6,3%	6,4%	6,6%	6,0%	2,3%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.1.3 Solutions

Solutions har i analyseperioden oplevet den højeste vækst af de tre divisioner, hvilket primært skyldes opkøbene af Frans Maas og ABX Logistics. Fremadrettet vil DSV fokusere på organisk vækst, hvilket i væsentlig grad påvirkes af udviklingen i verdenshandlen, da behovet for logistikløsninger og lagerstyring vil hænge nært sammen med ændringer i denne.

Der eksisterer som beskrevet i den strategiske analyse en trend mod outsourcing af logistikopgaver, hvorfor produktet i sin livscyklus stadig befinder sig i vækstfasen. Det forventes derudover, at DSV vil vinde markedsandele, og omsætningsvæksten skønnes som følge af disse to faktorer at være omkring 3 procentpoint højere end væksten i verdenshandlen.

Tabel 21: Vækst i omsætning, Solutions

Value drivers for omsætning, Solutions											
2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
8,9%	315,3%	25,1%	7,4%	89,2%	14,5%	8,7%	9,3%	9,4%	9,6%	9,0%	2,3%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.2 Omkostninger

I det følgende vil den forventede udvikling i direkte omkostninger, andre eksterne omkostninger, personaleomkostninger og omstrukturingsomkostninger blive beskrevet.

5.2.2.1 Direkte omkostninger

Bruttofortjenesten har over den analyserede periode været volatil som følge af udsving i de direkte omkostningers andel af nettoomsætningen. Niveauet i 2009 skyldes de unormalt lave fragtrater, hvorfor denne ikke forventes at være retvisende for niveauet fremadrettet.

Fragtraterne forventes normaliseret i løbet af 2010, selvom mindre udsving formentlig vil forekomme fremover.

Som beskrevet i afsnit 3.2.5 i den strategiske analyse har DSV lav forhandlingsstyrke over for fragtleverandørerne, hvilket forventes uændret i fremtiden. De direkte omkostninger antages derfor fremadrettet at udvikle sig som historisk og udgøre en gennemsnitlig andel på -77,9%.

Tabel 22: Direkte omkostninger

Value driver for direkte omkostninger, i pct. af omsætning												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-79,7%	-78,4%	-77,9%	-78,2%	-75,3%	-77,9%	-77,9%	-77,9%	-77,9%	-77,9%	-77,9%	-77,9%	-77,9%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.2.2 Andre eksterne omkostninger

Under reformuleringen blev de transitoriske poster fjernet fra andre eksterne omkostninger, hvorfor den historiske udvikling giver et retvisende billede af det forventede fremtidige niveau.

Der har over den analyserede periode været mindre udsving i niveauet, hvilket formentlig også vil gøre sig gældende fremadrettet. Udsvingene i disse forventes dog at være tilstrækkelig små til, at det gennemsnitlige historiske niveau kan benyttes fremover.

Tabel 23: Andre eksterne omkostninger

Value driver for andre eksterne omkostninger, i pct. af omsætning												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-4,7%	-5,4%	-5,3%	-4,9%	-5,5%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.2.3 Personaleomkostninger

DSV reducerede i 2009 sin arbejdsstyrke med 20%, men trods dette udgjorde personaleomkostninger en højere andel af nettoomsætningen, end det har været tilfældet historisk. Denne udvikling skyldes den faldende nettoomsætning, den endnu uafsluttede integration af ABX Logistics samt en bevidst overkapacitet i 2009.

Denne overkapacitet vurderes at blive reduceret i 2010 i takt med den stigende volumen, og en afsluttet integration af ABX. Udviklingen vil medføre et større fald i personaleomkostningerne som andel af nettoomsætningen, og disse vurderes i 2010 at udgøre 11,0%.

Derudover vil produktiviteten per medarbejder forbedres over de næste par år som følge af stordriftsfordele opnået gennem de senere opkøb, og personaleomkostningerne vil som følge falde til det historiske gennemsnit fra 2005-08 på 10,4%. Værdien for 2009 er udeladt, da den bevidste overkapacitet giver markant støj.

Tabel 24: Personaleomkostninger

Value driver for personaleomkostninger, i pct. af omsætning												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-9,8%	-10,4%	-10,6%	-10,6%	-12,9%	-10,9%	-11,0%	-10,7%	-10,4%	-10,4%	-10,4%	-10,4%	-10,4%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.2.4 Omstruktureringsomkostninger

I reformuleringen blev de transitoriske omstrukturingsomkostninger fra opkøbene af Frans Maas og ABX reklassificeret, hvorfor posten udelukkende viser de løbende omkostninger til omstruktureringer som følge af den ordinære drift. Dette behov forventes uændret fremadrettet, og det historiske gennemsnit benyttes derfor.

Tabel 25: Omstruktureringsomkostninger

Value driver for omstrukturingsomkostninger, i pct. af omsætning												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.3 Anden driftsmæssig indtjening

Anden driftsmæssig indtjening består for DSV udelukkende af andel af resultat efter skat fra associerede virksomheder, der er en del af den primære drift.

5.2.3.1 Andel af resultat efter skat fra associerede virksomheder

Posten har i gennemsnit udgjort under -0,01% af omsætningen, og grundet dens ringe betydning vil den fremadrettet blive sat til 0,0%.

Tabel 26: Andel af resultat efter skat fra associerede virksomheder

Value driver for andel af resultat efter skat fra associerede virksomheder, i pct. af omsætning												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%	-0,0%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.4 Af- og nedskrivninger

Af- og nedskrivninger er udregnet som andelen af de samlede anlægsaktiver, da posten afhænger af disse og ikke størrelsen af nettoomsætning.

DSV har i den analyserede periode ikke foretaget væsentlige ekstraordinære afskrivninger, ligesom det forventes, at DSV fremadrettet vil benytte samme afskrivningspraksis. Det historiske gennemsnit giver derfor et retvisende billede af den forventede udvikling og vil blive anvendt fremadrettet.

Tabel 27: Af- og nedskrivninger

Value driver for af- og nedskrivninger, i pct. af de samlede anlægsaktiver												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-3,8%	-3,8%	-2,7%	-3,0%	-3,9%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%

Kilde: Egen tilvirkning

5.2.5 Skat

Den danske selskabsskattesats har i den analyserede periode ligget på 28% og 25% for henholdsvis 2005-06 og 2007-09. Der har dog i 2007 og 2009 været væsentlige afvigelser, hvilket primært skyldes ikke fradragsberettigede omstrukturingsomkostninger i forbindelse med de to opkøb.

I 2009 er den effektive skattesats ligeledes betydeligt påvirket af enheder, som har underskud, men hvor der ikke foretages aktivering af de fremførbare underskud, hvilket er behandlet under reformuleringens note 13 i bilag 8.2.2.

I 2005, 2006 og 2008 har den effektive skattesats ikke varieret væsentlig fra selskabsskattesatsen, og da der fremover ikke forventes større opkøb, vil der ikke længere forekomme store ikke fradragsberettigede omstrukturingsomkostninger eller ikke indregnede udskudte skatteaktiver, hvorfor den danske selskabsskattesats benyttes fremadrettet.

Tabel 28: Skat af primær drift

Value driver for skat af primær drift												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-29,2%	-28,8%	-29,3%	-23,6%	-34,8%	-29,1%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%

Kilde: Egen tilvirkning

5.3 Investeret kapital

I det følgende vil udviklingen i anlægsaktiver, driftsaktiver samt driftspassiver blive beskrevet på baggrund af den forventede udvikling i omsætningen og dermed aktiviteten.

5.3.1 Anlægsaktiver

De immaterielle aktiver voksede markant i 2006 og 2008 som følge af virksomhedsopkøb, mens væksten i gennemsnit var 3,5% i 2007 og 2009. Der forventes ikke yderligere store opkøb og væksten vil udelukkende relatere til IT-systemer og kunderelationer, hvorfor den gennemsnitlige historiske vækstrate fra 2007 og 2009 benyttes.

Tabel 29: Immaterielle aktiver

Value driver for vækst i immaterielle aktiver											
2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
58,8%	3,6%	65,0%	3,4%	32,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår, at opkøbene af Frans Maas og i særdeleshed af ABX har øget de materielle aktivers andel af nettoomsætningen. Det forventes dog, at overflødige aktiver vil blive frasolgt efter den endelige integration af ABX, samtidigt med at en eventuel overkapacitet langsomt vil blive tilpasset udviklingen i omsætningen. Produktiviteten, set som aktivernes evne til at generere omsætning, vil derfor langsomt vende tilbage til niveauet før opkøbene i 2005.

Tabel 30: Materielle aktiver

Value driver for materielle aktiver, i pct. af omsætning												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
10,2%	11,7%	10,9%	13,6%	13,8%	12,0%	12,0%	11,5%	11,0%	10,5%	10,2%	10,2%	10,2%

Kilde: Egen tilvirkning

Kapitalandele i associerede virksomheder har historisk udgjort under 0,03% i gennemsnit, og grundet dens ringe betydning vil den fremadrettet blive sat til 0,0%.

Tabel 31: Kapitalandele i associerede virksomheder

Value driver for kapitalandele i associerede virksomheder, i pct. af omsætningen												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kilde: Egen tilvirkning

5.3.2 Driftsaktiver

Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser er ligeledes steget ved de to opkøb i 2006 og 2008, men der er iværksat en række initiativer for at reducere arbejdskapitalen primært i de tidligere ABX enheder og generelt i de øvrige enheder i koncernen.

Denne proces vil fortsætte over en årrække, hvorefter DSV ventes at nå tilbage til niveauet inden opkøbet af ABX. Der er dog støj efter opkøbet af Frans Maas i 2006, hvorfor niveauet forventes at blive det historiske gennemsnit fra 2005 og 2007.

Tabel 32: Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser

Value driver for tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser, i pct. af omsætning												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
17,6%	18,3%	17,1%	21,7%	18,7%	18,7%	18,0%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%

Kilde: Egen tilvirkning

De udskudte skatteaktiver fra driften har i den analyserede periode været relativt stabile og har i gennemsnit udgjort 0,8% af nettoomsætningen, hvorfor andelen forudsættes at være uændret.

Tabel 33: Udskudte skatteaktiver, drift

Value driver for udskudte skatteaktiver, drift, i pct. af omsætningen												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
0,6%	0,8%	0,9%	0,7%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Kilde: Egen tilvirkning

Selskabsskat har historisk udgjort omkring 0,013% i gennemsnit, og grundet dens ringe betydning vil den fremadrettet blive sat til 0,0%.

Tabel 34: Selskabsskat

Value driver for selskabsskat, i pct. af omsætningen												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kilde: Egen tilvirkning

I reformuleringen blev det antaget at driftslikviditeten udgjorde 1% af DSV's nettoomsætning, hvilket fastholdes for koncernen fremadrettet.

Tabel 35: Driftslikviditet

Value driver driftslikviditet, i pct. af omsætningen												
2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Kilde: Egen tilvirkning

5.3.3 Driftspassiver

Udskudte skatteforpligtelser har i den analyserede periode været relativt stabile set i forhold til nettoomsætningen og har i gennemsnit udgjort 1,0%. Dette forhold forventes ikke ændret, hvorfor udskudte skatteforpligtelser fremadrettet vurderes at udgøre 1,0% af nettoomsætningen.

Tabel 36: Udskudte skatteforpligtelser, drift

Value driver for udskudte skatteforpligtelser, drift, i pct. af omsætningen												
2005a	2006a	2007a	2008a	2009a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-0,4%	-1,0%	-0,9%	-1,2%	-1,3%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%

Kilde: Egen tilvirkning

Pensioner og lignende forpligtelser har i perioden været varierende og har i gennemsnit udgjort 1,8% af nettoomsætningen. Fremadrettet forventes pensioner og lignende forpligtelser ligeledes at fluktuere omkring dette niveau, hvorfor det er valgt at anvende gennemsnittet på 1,8% fremadrettet.

Tabel 37: Pensioner og lignende forpligtelser

Value driver for pensioner og lignende forpligtelser, i pct. af omsætningen												
2005a	2006a	2007a	2008a	2009a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-1,5%	-1,7%	-1,2%	-2,2%	-2,4%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af note 18 til reformuleringen af balancen, så består hensatte forpligtelser blandt andet af omstrukturingsomkostninger og tabsgivende kontrakter vedrørende virksomhedsopkøb.

Disse hensættelser giver støj i udviklingen af de historiske value drivere, og det er derfor valgt at budgettere de fremtidige hensatte forpligtelser på baggrund af gennemsnittet for 2005 og 2007, hvorfor hensatte forpligtelser fremadrettet vurderes at udgøre 0,8% af nettoomsætningen.

Tabel 38: Hensatte forpligtelser

Value driver for hensatte forpligtelser, i pct. af omsætningen												
2005a	2006a	2007a	2008a	2009a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-0,7%	-1,1%	-0,9%	-1,8%	-2,6%	-1,4%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%

Kilde: Egen tilvirkning

Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser har som procent af omsætningen varieret over analyseperioden, og på trods af enkelte fald er forholdet blevet forbedret.

Set over hele perioden vurderes det, at DSV efter købet af ABX har opnået en stærkere position i forhold til deres leverandører, hvorfor niveauet på 19,7%, i 2009 fastholdes for koncernen fremadrettet.

Tabel 39: Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser

Value driver for leverandørgæld og andre gældsforpligtelser, i pct. af omsætningen												
2005a	2006a	2007a	2008a	2009a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-16,8%	-18,0%	-16,8%	-20,8%	-19,7%	-18,4%	-19,7%	-19,7%	-19,7%	-19,7%	-19,7%	-19,7%	-19,7%

Kilde: Egen tilvirkning

Selskabsskatten har i procent af nettoomsætningen varieret mellem 0% og 0,5%, og har over analyseperioden i gennemsnit været på 0,2%. Selskabsskatten forventet at ligge på samme niveau, hvorfor denne fremadrettet vurderes at udgøre 0,2% af nettoomsætningen.

Tabel 40: Selskabsskat

Value driver for selskabsskat, i pct. af omsætningen												
2005a	2006a	2007a	2008a	2009a	Gns.	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
-0,3%	0,0%	-0,5%	-0,2%	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%

Kilde: Egen tilvirkning

5.4 Budgetterede value drivers

I nedenstående tabel er alle de budgetterede value drivers for DSV sammenfattet, hvilket vil ligge til grund for udregningen af DSV's fremtidige cash flow i næste kapitel.

I delkonklusionen nedenfor er der udregnet nøgletal for afkastningsgraden, overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed på baggrund af de budgetterede value drivers.

Tabel 41: Budgetterede value drivers

Resultatopgørelse							
Poster:	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^f
Road	1,0%	1,7%	2,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Air & Sea	36,5%	5,7%	6,3%	6,4%	6,6%	6,0%	2,3%
Solutions	14,5%	8,7%	9,3%	9,4%	9,6%	9,0%	2,3%
Omsætningsvækst total	16,2%	4,5%	5,0%	5,3%	5,5%	5,2%	2,3%
Direkte omkostninger i pct. af oms.	-77,9%	-77,9%	-77,9%	-77,9%	-77,9%	-77,9%	-77,9%
Bruttomargin	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%
Andre eksterne omkostninger i pct. af oms.	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%
Personaleomkostninger i pct. af oms.	-11,0%	-10,7%	-10,4%	-10,4%	-10,4%	-10,4%	-10,4%
Omstruktureringsomkostninger i pct. af oms.	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Andel af resultat efter skat i ass. virk. i pct. af oms.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA-margin	5,6%	5,9%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Af- og nedskrivninger i pct. af anlægsaktiver	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%
EBIT-margin	4,5%	4,8%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%
Skat af primær drift	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Overskudsgrad	3,3%	3,6%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%

Investeret kapital							
Poster:	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^f
Immaterielle aktiver, vækst	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Materielle aktiver i pct. af oms.	12,0%	11,5%	11,0%	10,5%	10,2%	10,2%	10,2%
Kapital andele i ass. virk. i pct. af oms.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlægsaktiver i alt i pct. af oms	33,5%	32,8%	32,0%	31,2%	30,5%	30,2%	30,4%
Tilgodehave, fra salg og tjenesteydelser i pct. af oms.	18,0%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
Udskudte skatteaktiver, drift i pct. af oms	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Selskabsskat i pct. af oms.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Driftslikviditet 1 pct. af oms.	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Driftsaktiver i alt i pct. af oms.	19,8%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%
Udskudte skatteforpligtelser, drift i pct. af oms.	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Pensioner og lignende forpligtelser i pct. af oms.	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%
Hensatte forpligtelser i pct. af oms.	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Leverandørgæld og andre gældsfor. i pct. af oms.	-19,7%	-19,7%	-19,7%	-19,7%	-19,7%	-19,7%	-19,7%
Selskabsskat i pct. af oms.	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Driftspassiver i alt i pct. af oms.	-23,5%	-23,5%	-23,5%	-23,5%	-23,5%	-23,5%	-23,5%
Arbejdskapital, netto i pct. af oms.	-3,7%	-4,4%	-4,4%	-4,4%	-4,4%	-4,4%	-4,4%
Investeret kapital i pct. af oms.	29,9%	28,5%	27,7%	26,8%	26,1%	25,8%	26,0%

Kilde: Egen tilvirkning

5.5 Delkonklusion

DSV forventes at forbedre rentabiliteten af den primære drift (AG) som følge af højere overskudsgrad (OG) og omsætningshastighed (OH), hvilket ses af nedenstående tabel.

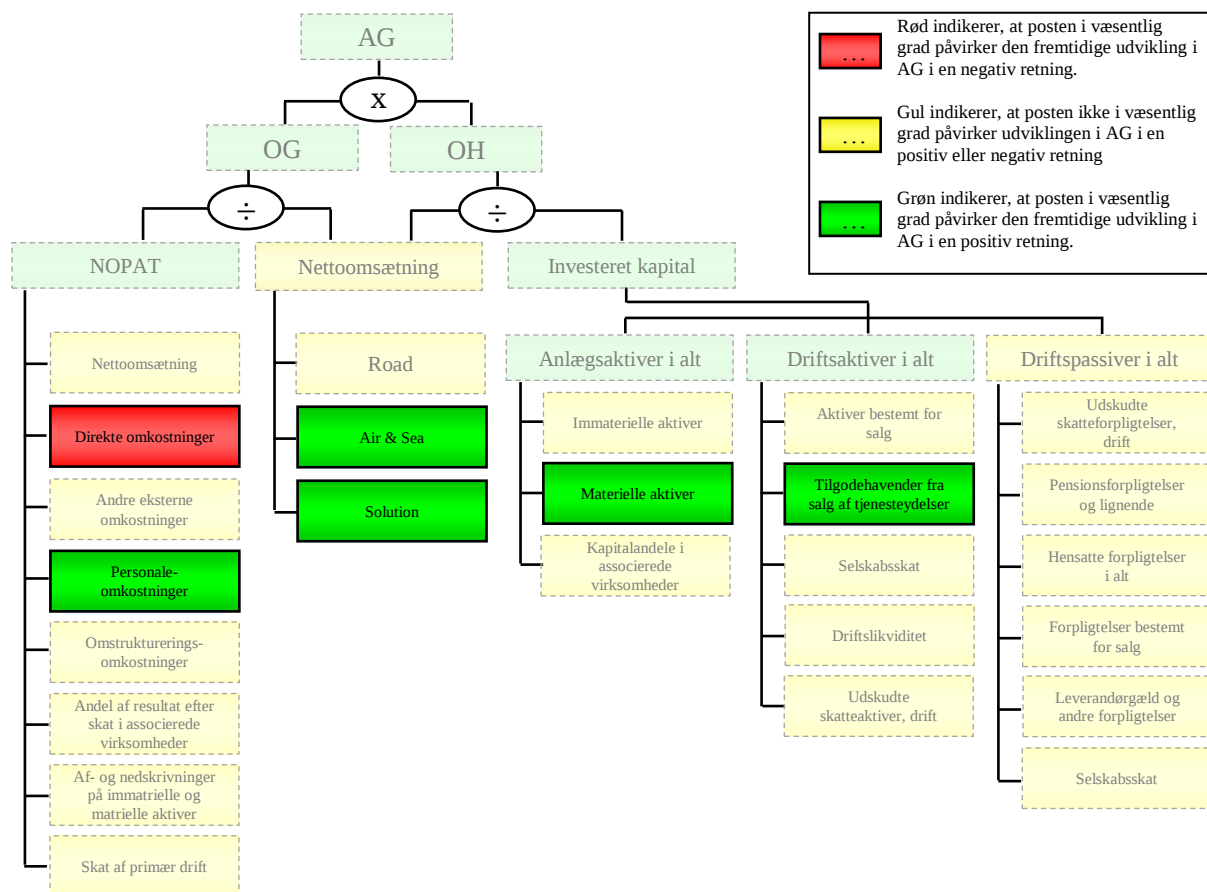
Tabel 42: Budgetterede nøgletal

Budgetterede nøgletal												
Nøgletal	2005 ^a	2006 ^a	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a	2010 ^f	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
AG		14,9%	14,9%	13,3%	8,5%	11,5%	12,6%	14,0%	14,5%	15,0%	15,3%	15,1%
OG	3,3%	3,1%	3,5%	3,7%	2,9%	3,3%	3,6%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
OH		4,7	4,2	3,6	3,0	3,4	3,5	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9

Kilde: Egen tilvirkning

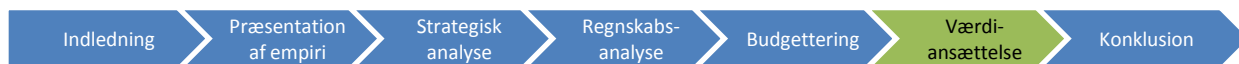
OG forbedres på trods af stigende direkte omkostninger, da reduktionen i personaleomkostninger - som følge af afsluttet integration af ABX og højere produktivitet per medarbejder - overstiger disse. OH forbedres da de materielle aktivers evne til at generere omsætning øges, samtidigt med at tilgodehavender fra kunder reduceres til det historiske niveau inden opkøbet af ABX.

Figur 44: Delkonklusion på budgettering



Kilde: Egen tilvirkning

6 Værdiansættelse



På baggrund af overstående budgettering er det muligt at foretage en værdiansættelse af DSV ud fra DCF-modellen. Denne værdiansætter koncernen på baggrund af den forventede fremtidige drift og de fremtidige frie cash flow, der vil være til rådighed til aktionærer og kreditorer.

Disse cash flow tilbagediskonteres med de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, WACC¹³⁴, hvorved nutidsværdien af disse bestemmes¹³⁵.



I dette kapitel vil WACC derfor blive bestemt indledningsvis, hvorefter værdien af DSV-aktien bestemmes på baggrund af DCF-modellen. Herefter vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse af den fundne værdi for at bestemme, hvor stor påvirkning enkelte faktorer har på denne.

Værdien vil derudover blive sammenlignet med en relativ værdiansættelsesmodel ud fra en multipelanalyse baseret på en peer-gruppe. Denne analyse vil vise, hvorvidt forudsætningerne i DCF-modellen, budgettering og WACC, stemmer overens med aktiemarkedets værdiansættelse af lignende børsnoterede selskaber.

Værdiansættelsen af DSV-aktien er foretaget per 15. november 2010, hvor både multiple og WACC er blevet beregnet.

¹³⁴ Weighted Average Cost of Capital (De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger)

¹³⁵ T. Copeland m. fl., 2000, s. 134

6.1 WACC

De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC, repræsenterer afkastkravet til samtlige kilder der stiller kapital til rådighed til virksomheden. Både kreditorer og virksomhedens ejere forventer at blive kompenseret for offeromkostningen ved at investere i selskabet og ikke et andet med tilsvarende risiko.

For at kunne benyttes i DCF-modellen skal WACC udregnes, så der er konsistens mellem forudsætninger og definitioner for modellens cash flow. Da disse cash flow er nominelle, skal WACC ligeledes udregnes på baggrund af nominelle renter.

Ligning 9: WACC

$$\text{WACC} = k_d * (1 - T) * \frac{D}{EV} + k_e * \frac{E}{EV}$$

WACC	Weighted average cost of capital
k_d	Fremmedkapitalomkostninger
k_e	Ejernes afkastkrav
D	Markedsværdien af gæld
E	Markedsværdien af egenkapital
V	Enterprise value
T	Marginal skattesats for selskabet

Kilde: T. Copeland m. fl., s. 202, egen tilvirkning

WACC udregnes på samme vis efter skat, da de frie cash flow i DCF-modellen er udregnet efter skat. Der tages derfor i fremmedkapitalomkostningerne højde for skatteskjoldet som renteudgifterne giver, mens dividendeudbetaling til ejerne ikke er fradragsberettiget, hvorfor ejernes afkastkrav ikke korrigeres tilsvarende¹³⁶.

6.1.1 Kapitalstruktur

Værdien af et selskab, EV, kan bestemmes som summen af markedsværdien af dets gæld, D, og egenkapital, E. Selskabets kapitalstruktur beskriver andelen disse udgør af selskabets værdi, og giver dermed et indblik i den finansielle gearing baseret på markedsværdier. Da kapitalstrukturen her benyttes til at bestemme WACC fremadrettet, er det den forventede fremtidige kapitalstruktur, der skal fastlægges¹³⁷.

Ligning 10: Kapitalstruktur

$$EV = D + E$$

EV	Enterprise value
D	Markedsværdi af gæld
E	Markedsværdi af egenkapital
D/EV	Andel af gæld
E/EV	Andel af egenkapital

Kilde: F. Modigliani m. fl., s. 268, egen tilvirkning

Grundet den uvæsentlige værdi af minoritetsinteresser ses der bort fra disse i kapitalstrukturen.

¹³⁶ T. Copeland m. fl., 2000, s. 201

¹³⁷ T. Copeland m. fl., 2000, s. 203

Denne kapitalstruktur kan for DSV fastlægges ud fra deres forventede fremtidige netto rentebærende gæld. DSV's gæld omhandler primært variabelt forrentet bankgæld og er dermed ikke handlet på markederne, men koncernen oplyser i sine regnskaber, at dagsværdien af deres lån er afspejlet i den bogførte værdi¹³⁸.

Koncernen har en målsætning om at have en netto rentebærende gæld på mellem 1,5 og 2,5 gange EBITDA fremover fra ultimo 2010¹³⁹. Den fremtidige netto rentebærende gæld formodes derfor i gennemsnit at være 2,0 gange EBITDA, hvilket på baggrund af ovenstående budgettering kan opgøres til 4.702 DKK mio. ultimo 2010¹⁴⁰.

WACC benyttes til at bestemme markedsværdien af egenkapitalen, og der opstår derfor et problem med cirkulære beregninger i forsøget på at fastsætte kapitalstrukturen. Da den forventede gæld ultimo 2010 er fastsat ovenfor, er det muligt gennem iteration i selve værdiansættelsen at fastsætte kapitalstrukturen, så der er konsistens mellem WACC og værdiansættelsen¹⁴¹.

På baggrund af ovenstående metode kan DSV's fremtidige target kapitalstruktur fastsættes til at have en gældsandel på 0,17 og en egenkapitalandel på 0,83.

Beregning 1: Kapitalstruktur	
D/EV	0,17
E/EV	0,83

Kilde: Egen tilvirkning

De absolutte værdier for E og EV, der ligger til grund for denne kapitalstruktur, bliver beskrevet yderligere i afsnit 6.2.

¹³⁸ DSV Årsrapport 2009, s. 55

¹³⁹ DSV Årsrapport 2009, s. 8

¹⁴⁰ Fastsat som $2,0 \cdot \text{EBITDA}_{2010} = 2,0 \cdot 2.351 \text{ DKK mio.} = 4.702 \text{ DKK mio.}$

¹⁴¹ T. Copeland m. fl., 2000, s. 204

6.1.2 Fremmedkapitalomkostninger (k_d)

Fremmedkapitalomkostninger udgør summen af den risikofri rente og et selskabsspecifikt risikotillæg illustreret i figuren til højre.

Den risikofri rente er teoretisk set lig med afkastet på et værdipapir eller en portefølje af værdipapirer, hvor der ikke er tilknyttet en risiko til de enkelte pengestrømme, og hvor disse ikke er korreleret med udviklingen i den øvrige økonomi¹⁴².

Ligning 11: Fremmedkapitalomkostninger

$$k_d = (r_f + r_s)$$

k_d	Fremmedkapitalomkostninger
r_f	Risikofri rente
r_s	Selskabsspecifikt risikotillæg

Kilde: T. Plenborg m. fl., s. 243, egen tilvirkning

Det er valgt at gøre brug af den effektive rente på en 10-årige statsobligation¹⁴³, da det herved sikres, at risikoen tilknyttet de enkelte betalinger vil være yderst begrænset. Ved at anvende en løbetid på 10 år sikres det ligeledes, at varigheden svarer til niveauet for både de budgetterede cash flow og markedsindekset. Herved opnås der konsistens mellem den risikofri rente og beta – bestemt senere i afsnittet¹⁴⁴.

Det selskabsspecifikke risikotillæg er et udtryk for hvad kreditorerne kræver i kompensation for at yde lån til en given virksomhed frem for at placere midlerne i et risikofrit aktiv.

For DSV er det valgt at bestemme risikotillæget på baggrund af kreditratings fra Økonomisk Ugebrev¹⁴⁵ og S&P¹⁴⁶. Heraf fremgår det, at DSV i 2009 kan rates til at ligge mellem BBB og BB-, hvilket ifølge opgørelsen i bilag 8.3 giver et selskabsspecifikt risikotillæg til den 10-årige risikofrie rente på mellem 1,14% og 2,55%.

BB- indikerer, at DSV ligger blandt de dårligste selskaber inde for BB kategorien, hvorfor det er valgt, at anvende et selskabsspecifikt risikotillæg på 2,55%. Herved bliver fremmedkapitalomkostninger på 5,23%.

Beregning 2: Fremmedkapitalomkostninger

r_f	2,68%
r_s	2,55%
k_d	<u>5,23%</u>

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁴² T. Copeland m. fl., 2000, s. 215

¹⁴³ Renten på 10-årige 4 % Danske Stat St. Lån 2019 - DK0009922403 var 2,68% den 15/11-2010

¹⁴⁴ T. Copeland m. fl., 2000, s. 216

¹⁴⁵ <http://www.dirf.dk/Default.aspx?ID=306>

¹⁴⁶ <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?assetID=1245199784414>

6.1.3 Ejernes afkastkrav (k_e)

Offeromkostningen ved at finansiere egenkapitalen for et selskab er vanskelig at bestemme, da den ikke kan observeres direkte i markedet som eksempelvis fremmedkapitalomkostningerne. Det er i det følgende afsnit valgt at bestemme offeromkostningen, ejernes afkastkrav, ud fra Capital Asset Pricing Modellen, CAPM.

Ligning 12: CAPM

$$k_e = r_f + (E(r_m) - r_f) * \beta_{ek}$$

k_e	Ejernes afkastkrav
r_f	Risikofri rente
$E(r_m)$	Afkast på markedsporteføljen
β_{ek}	Beta egenkapital

Kilde: T. Copeland m. fl., s. 215, egen tilvirkning

Modellen forudsætter, at offeromkostningen kan bestemmes ud fra den risikofri rente, r_f , plus markedets risikopræmie, $E(r_m) - r_f$, ganget med virksomhedens systematiske risiko, β_{ek} ¹⁴⁷.

Den risikofri rente, r_f , er bestemt ovenfor og vil ikke blive yderligere behandlet i dette afsnit, mens de resterende faktorer bestemmes nedenfor.

6.1.3.1 Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er defineret som forskellen mellem det forventede afkast på markedsporteføljen, $E(r_m)$, og det risikofri aktiv. Udtrykket angiver dermed prisen investorer kræver for at bære risikoen, der følger med en investering i markedsporteføljen.

Markedets risikopræmie har været genstand for mange akademiske undersøgelser og er forsøgt bestemt gennem såvel historisk data, der forudsætter, at denne er en rimelig indikator for fremtiden, samt ex ante estimater der forsøger at forudse udviklingen i fremtiden.

En af de mest omfattende undersøgelser af den historiske risikopræmie blev foretaget på baggrund af det amerikanske aktiemarkeds udvikling kontra amerikanske statsobligationer fra 1926-1998.

Da risikopræmien er en "random variable" vil et længere tidsperspektiv, der indeholder både op og nedgang og alvorlige kriser, forventeligt give et bedre estimat om fremtiden end en kortere men mere nylig periode.

¹⁴⁷ T. Copeland m. fl., 2000, s. 215

Markedets risikopræmie blev i perioden 1926-1998 bestemt for det amerikanske aktiemarked til i gennemsnit at have været 7,50%¹⁴⁸. Dette aktiemarked har dog oplevet større vækst end sammenlignelige lande over den analyserede periode, hvorfor gennemsnittet ifølge T. Copeland m. fl. bør korrigeres for at beskrive markedets risikopræmie fremadrettet.

Denne effekt vurderes at udgøre omkring 1,00%, hvorfor markedets risikopræmie kan forudsættes at være 6,50%¹⁴⁹.

6.1.3.2 Beta (β_{ek})

Beta er et udtryk for den udiversificerbare risiko på et aktiv, også kaldet den systematiske risiko. Da investorer ikke kan bortdiversificere denne risiko, kræver de kompensation for at påtage sig denne.

Beta er defineret som kovariansen mellem afkastet på et aktiv og markedsporteføljen i forhold til variansen på afkastet af markedsporteføljen.

Ligning 13: Beta

$$\beta_{ek} = \text{Cov}_{R_i, R_m} / \text{Var}_m$$

β_{ek}	Beta egenkapital
R_i	Afkast på aktiv, DSV-aktien
R_m	Afkast på markedsporteføljen, OMX-indekset
Var_m	Varians i afkastet på markedsporteføljen

Kilde: R. Brealy m. fl., s. 170, egen tilvirkning

Beta afspejler dermed, hvor stor en ændring der forekommer på et aktiv ved en ændring i markedsporteføljen, hvorfor beta for sidstnævnte er 1,0.

Markedsporteføljen er i dette tilfælde fastsat til at være OMX-indekset på Københavns Fondsbørs, og afkastet er udregnet for både indeks og aktie som totalafkast fra både dividende betalinger og kursudviklingen. Totalafkastet er fundet ved brug af programmet Datastream og er beregnet på daglig basis. Beta er udregnet på baggrund af data fra 15/11 2000 til 15/11 2010.

Der er valgt en 10-årig periode, da DSV's forretningsmodel blev ændret signifikant efter opkøbet af DFDS Transport Group, og den systematiske risiko, som følge af den geografiske og branchemæssige ekspansion, formodes at være ændret efterfølgende.

¹⁴⁸ T. Copeland m. fl., 2000, s. 217-221

¹⁴⁹ T. Copeland m. fl., 2000, s. 221

På baggrund af ovenstående forudsætninger er beta for DSV's egenkapital bestemt til 0,98, hvilket indikerer at den systematiske risiko forbundet med DSV-aktien stort set svarer til markedsporteføljen som helhed. Da speditiionsbranchen er konjunkturfølsom, er et resultat tæt på 1,0 forventeligt.

Beregning 3: Beta

Cov_{R_i, R_m}	0,00018556
Var_m	0,00018988
β_{ek}	<u>0,98</u>

Kilde: Datastream, egen tilvirkning

6.1.3.3 Bestemmelse af ejernes afkastkrav

På baggrund af ovenstående estimation af den systematiske risiko for DSV-aktien og markedets risikopræmie er det muligt at fastlægge ejernes afkastkrav gennem CAPM-modellen. Det ses, at afkastkravet fremadrettet vil være 9,05%.

Beregning 4: Ejernes afkastkrav

r_f	2,68%
β_{ek}	0,98
$E(r_m) - r_f$	6,50%
k_e	<u>9,05%</u>

Kilde: Egen tilvirkning

6.1.4 Bestemmelse af WACC

Med undtagelse af selskabsskattesatsen er de enkelte elementer vedrørende WACC alle bestemt i ovenstående. I forbindelse med budgetteringen i afsnit 5.2.5 blev skattesatsen fastsat til 25%, og som det fremgår af figuren til højre, kan WACC derfor fremadrettet bestemmes til 8,16%.

Beregning 5: WACC

k_d	5,23%
k_e	9,05%
D/EV	0,17
E/EV	0,83
$(1-T)$	0,75
WACC	<u>8,16%</u>

Kilde: Egen tilvirkning

6.2 DCF

Den primære værdiansættelse af DSV vil blive foretaget på baggrund af DCF-modellen, der bygger på den diskonterede nutidsværdi af koncernens fremtidige frie cash flows, FCF. Disse fremkommer på baggrund af den ovenstående budgettering af resultat af primær drift efter skat, NOPAT, tillagt afskrivninger og fratrullet netto investeringer i arbejdskapital og anlægsaktiver.

De diskonterede cash flow indregner dermed ikke finansieringsomkostninger i form af renter til kreditorer og dividende til ejerne, hvorfor de viser cash flowet til alle, der stiller kapital til rådighed for virksomheden. For at finde nutidsværdien af de fremtidige frie cash flow diskonteres de derfor med WACC, der reflekterer de vægtede offeromkostninger til alle virksomhedens kapitalkilder.

DSV vil blive værdiansat på baggrund af hele koncernens drift og ikke som summen af stand alone værdiansættelser af de tre divisioner. Denne fremgangsmåde er valgt, da oplysningerne om divisionernes rentabilitet og kapitalanlæg er mangelfuld, og da synergieffekterne mellem divisionerne, som følge af mersalg og vidensdeling, ikke vil afspejle sig i en værdiansættelse af disse separat.

Det forudsættes i modellen, at DSV vil eksistere i al uendelighed, hvilket gør det vanskeligt at budgettere den fremtidige drift. Denne er derfor opdelt i en eksplicit budgetperiode samt en terminalperiode, som beskrevet i afsnit 5.2 under budgettering.

Metoden til udregning af DSV's enterprise value, EV, ses nedenfor, og det fremgår, at værdien af den eksplicitte budgetperiode består af de diskonterede frie cash flow i perioden fra år 0 til t. Værdien af alle efterfølgende cash flow er indeholdt i terminalleddet, der bygger på forsimplede antagelser om udviklingen for DSV efter den eksplicitte budgetperiode.

Ligning 14: DCF-modellen

$$EV = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}}_{\text{Nutidsværdi af budgetperiode}} + \underbrace{\left(\frac{NOPAT_{t+1} * \left(1 - \frac{g}{AG}\right)}{WACC - g} \right) * (1+WACC)^{-t}}_{\text{Nutidsværdi af terminalperiode}}$$

Kilde: R. Brealey m. fl., s. 508, T. Copeland m. fl., s. 137, egen tilvirkning

Værdien af terminalperioden er udregnet ved den såkaldte value driver metode, der forudsætter et normaliseret niveau i NOPAT i året efter den eksplicite budgetperiode, konstant forventet vækst i NOPAT, g , samt konstant afkast på investeret kapital fremadrettet, AG.

Som beskrevet under budgetteringen har DSV forventelig nået et steady state i 2016, hvorfor NOPAT her vil være normaliseret fremadrettet. Det vil sige, at omkostningerne som andel af nettoomsætningen er konstante, hvorfor omsætningsvæksten vil medføre en tilsvarende vækst i NOPAT. Væksten, g , forventes derfor fremadrettet at være 2,3% for såvel omsætning som NOPAT.

Såfremt væksten i det sidste år af budgetperioden er højere end i terminalperioden, vil behovet for investeringer i 2016 overvurderes. Dette vil påvirke FCF negativt, hvilket dermed vil give et fejlagtigt billede af værdiskabelsen i terminalperioden.

Ved at benytte value driver metoden tages der højde for denne ændring i væksten ved at korrigere NOPAT på baggrund af det fremtidige afkast af investeret kapital, AG, og den forventede vækst, g ¹⁵⁰.

DSV-aktien ønskes værdiansat den 15/11 2010, hvilket opnås ved at bestemme værdien på baggrund af DCF-modellen per 1/1 2011 og tilbagediskontere denne. Denne metode forudsætter at cash flowet fra de resterende 45 dage i 2010 forrentes med WACC. Metoden er valgt, da de balance poster, der indgår i netto rentebærende gæld, er bestemt per 31/12 2010.

¹⁵⁰ T. Copeland m. fl., 2000, s. 270

Tabel 43: DCF værdiansættelse af DSV

DCF værdiansættelse (DKK mio.)								
	Værdi 15/11 2010	Værdi 01/01 2011	2011 ^f	2012 ^f	2013 ^f	2014 ^f	2015 ^f	2016 ^t
NOPAT			1.569	1.761	1.865	1.976	2.082	2.127
+ Af- og nedskrivninger			496	508	520	537	558	
+/- Ændring i nettoarbejdskapital			373	96	106	115	115	
CF drift			2.437	2.365	2.491	2.626	2.754	
+/- Investering i anlægsaktiver			-818	-858	-884	-1.012	-1.190	
FCF			1.619	1.507	1.607	1.616	1.566	
Diskonteringsfaktor	0,9902		0,9246	0,8548	0,7903	0,7307	0,6756	0,6756
PV af FCF			1.497	1.288	1.270	1.181	1.058	
Sum af PV af FCF i budget periode	6.235	6.294						
Terminalværdi	20.657	20.787						
Enterprise value	26.814	27.081						
Netto rentebærende gæld	-4.655	-4.702						
Estimeret værdi af egenkapital	22.159	22.379						
Antal aktier total (mio. stk.)	209,15	209,15						
Antal aktier ejet af DSV (mio. stk.) ¹⁵¹	1,08	1,08						
Antal udestående aktier (mio. stk.)	208,07	208,07						
Værdi per aktie (DKK)	106,5	107,6						

WACC	8,16%
g	2,3%
ROIC	15,1%

Kilde: Egen tilvirkning

På baggrund af DCF-modellen er nutidsværdien den 15/11 2010 af den eksplicitte budgetperiode bestemt til 6.235 DKK mio., mens terminalperioden udgør 20.657 DKK mio. Koncernens samlede værdi af gæld og egenkapital kan herved bestemmes til 26.814 DKK mio., og fratrækkes nutidsværdien af netto rentebærende gæld på 4.655 DKK mio., udgør den estimerede værdi af egenkapitalen 22.159 DKK mio.

For at bestemme værdien per aktie er det totale antal udstedte aktier korrigeret for DSV's beholdning af egne aktier per 15/11 2010 på 1,08 mio. stk. Det totale antal udestående aktier kan dermed opgøres til 208,07 mio. stk., hvilket giver en estimeret værdi på 106,5 for DSV-aktien.

DSV-aktien lukkede den 15/11 2010 i en kurs på 115,6¹⁵², hvilket giver en difference på 7,9% i forhold til ovenstående DCF-model.

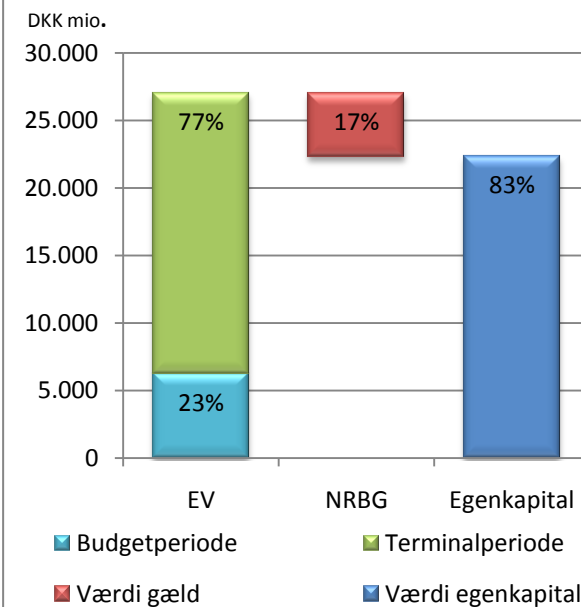
¹⁵¹ Fondsbørsmeddelelse d. 15/11 2010: "Aktietilbagekøb i DSV A/S"

¹⁵² www.cse.dk

Af figuren til højre fremgår det tydeligt at DSV's enterprise value hovedsageligt udgøres af terminalperioden. Denne udgør 77% af værdien, mens den eksplicite budgetperiode udgør de resterende 23%.

Som det blev nævnt under afsnit 6.1 om WACC udgøres 17% af enterprise value af værdien af den netto rentebærende gæld, mens egenkapitalen udgør 83%. Denne kapitalstruktur baseret på markedsværdien ligger derfor også til grund for beregning af WACC.

Figur 45: Fordeling af enterprise value per 15/11 2010



Kilde: Egen tilvirkning

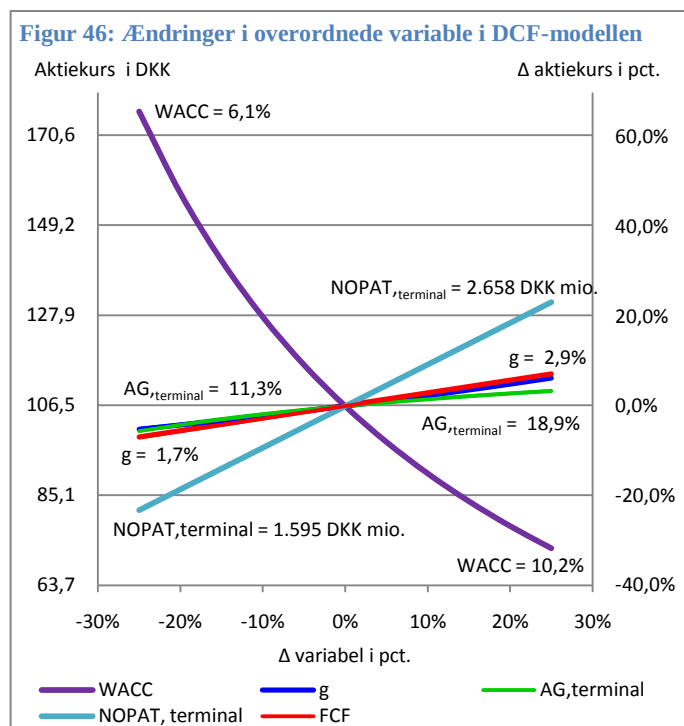
6.3 Følsomhedsanalyse

For at kunne fortolke resultatet af DCF-modellen er det nødvendigt at forstå, hvordan modellen påvirkes af ændringer i de anvendte variable. I afsnit 6.2 fremgik de overordnede elementer i ligningen for DCF-modellen, og det vil derfor indledningsvis blive belyst, hvordan den opstillede model reagerer på en ændring i disse.

Med undtagelse af FCF og NOPAT er der ikke en lineær sammenhæng mellem ændringer i de overordnede variable og ændringerne i den estimerede aktiekurs. Det er derfor valgt at belyse modellens følsomhed ved at foretage en procentvis ændring i et interval på +/- 25% under en alt andet lige antagelse.

Af figuren til højre fremgår den procentvise ændring i de enkelte variable af x-aksen. Aktiekursen kan herefter bestemmes ud fra den venstre y-akse, mens den relative ændring i kursen fremgår af den højre y-akse.

I figuren er de enkelte variables absolutte værdi vist i intervallets yderpunkter. Dette er dog ikke gældende for FCF, da denne variable omhandler alle værdier fra budgetperioden, og ændringerne er derfor foretaget på baggrund af en parallelforskydning af variabelen.



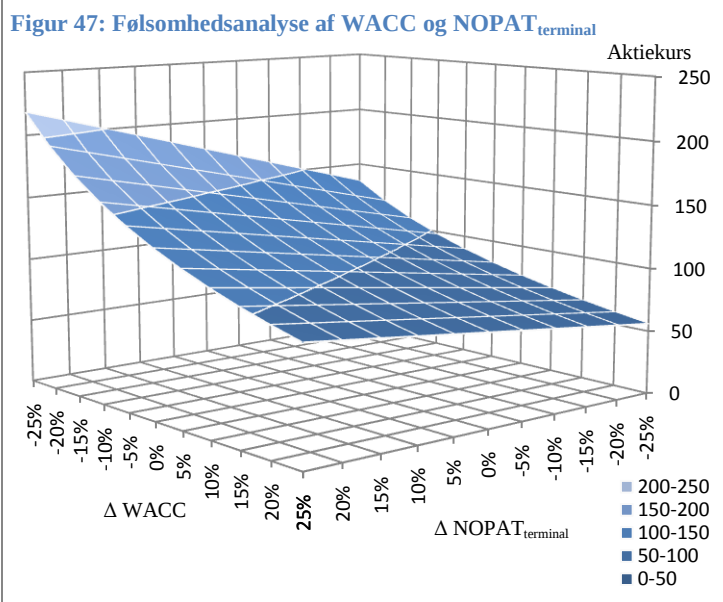
Kilde: Egen tilvirkning

Det ses, at modellen kun påvirkes i mindre grad ved ændringer i FCF, g og AG_{terminal}, mens ændringer i NOPAT_{terminal} og WACC har en markant indflydelse på den opstillede model.

En ændring på +/- 25% i FCF, g og AG_{terminal} vil således kun ændre den estimerede aktiekurs til mellem 99,0 DKK og 113,9 DKK, mens en tilsvarende ændring i NOPAT_{terminal} eller WACC vil betyde, at aktiekursen vil ligge i intervallerne, henholdsvis 81,7 DKK til 131,2 DKK og 72,7 DKK til 176,5 DKK.

De hidtidige beregninger har som nævnt taget udgangspunkt i en alt andet lige betragtning, og der kan derfor opnås en bedre forståelse ved at belyse, hvordan modellen påvirkes af en samtidig ændring i to variable.

Da $NOPAT_{\text{terminal}}$ og WACC har den største indflydelse på den estimerede aktiekurs, vil der blive fokuseret på disse i det følgende. Sammenhængen er illustreret i figuren til højre.



Af ovenstående ses det, at en samtidig ændring i $NOPAT_{\text{terminal}}$ og WACC kan have en væsentlig indflydelse på modellen. En modsatrettet ændring i intervallet +/- 25% medfører, at kursen vil ligge i et interval fra 56,0 DKK til 218,3 DKK. En detaljeret oversigt over modellens følsomhed over for disse to variable fremgår af nedenstående tabel.

Tabel 44: Følsomhed ved ændring i WACC og $NOPAT_{\text{terminal}}$

			NOPAT _{terminal} (DKK mio.)										
			1.595	1.701	1.807	1.913	2.020	2.126	2.232	2.339	2.445	2.551	2.658
			-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
WACC	6,12%	-25%	134,7	143,1	151,4	159,8	168,2	176,5	184,9	193,2	201,6	210,0	218,3
	6,53%	-20%	120,0	127,5	134,9	142,3	149,7	157,1	164,5	171,9	179,3	186,7	194,1
	6,94%	-15%	108,0	114,6	121,2	127,8	134,5	141,1	147,7	154,3	160,9	167,6	174,2
	7,34%	-10%	97,8	103,8	109,7	115,7	121,7	127,7	133,6	139,6	145,6	151,5	157,5
	7,75%	-5%	89,2	94,6	100,0	105,4	110,8	116,3	121,7	127,1	132,5	137,9	143,4
	8,16%	0%	81,7	86,7	91,6	96,6	101,5	106,5	111,4	116,3	121,3	126,2	131,2
	8,57%	5%	75,3	79,8	84,3	88,9	93,4	97,9	102,5	107,0	111,5	116,1	120,6
	8,98%	10%	69,6	73,8	77,9	82,1	86,3	90,5	94,6	98,8	103,0	107,2	111,3
	9,38%	15%	64,5	68,4	72,3	76,1	80,0	83,8	87,7	91,6	95,4	99,3	103,1
	9,79%	20%	60,0	63,6	67,2	70,8	74,4	77,9	81,5	85,1	88,7	92,3	95,9
10,20%	25%	56,0	59,3	62,7	66,0	69,3	72,7	76,0	79,3	82,7	86,0	89,3	

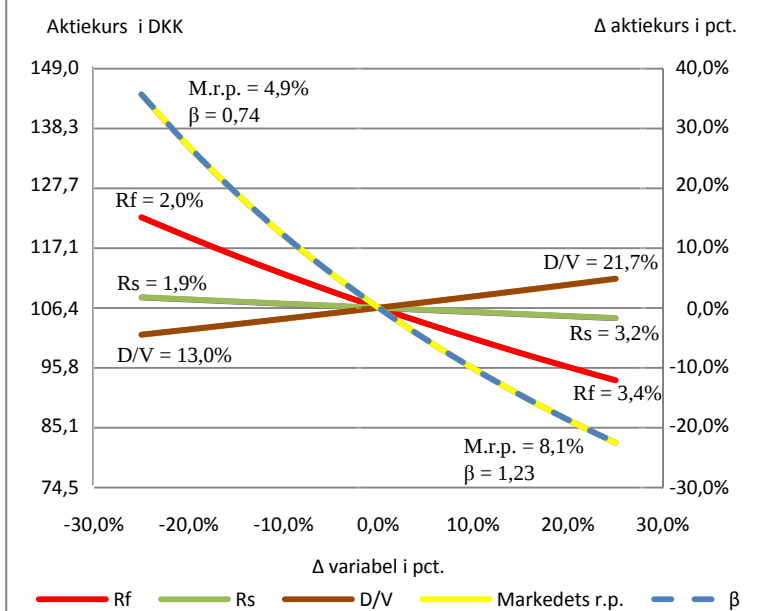
Kilde: Egen tilvirkning

$NOPAT_{\text{terminal}}$ og WACC er begge blevet dekomponeret tidligere i henholdsvis afsnit 4.4.5.1 og 6.1, og det vil i det følgende blive belyst, hvilken effekt en ændring i disse delelementer har på modellen.

Af figuren til højre fremgår den procentvise ændring i de enkelte variable af x-aksen. Aktiekursen kan herefter bestemmes ud fra den venstre y-akse, mens den relative ændring i kursen fremgår af den højre y-akse.

Modellen er mest følsom over for ændringer i β og markedets risikopræmie. Det fremgår at disse har en ensartet effekt på den estimerede aktiekurs.

Figur 48: Ændringer i overordnede variable i WACC



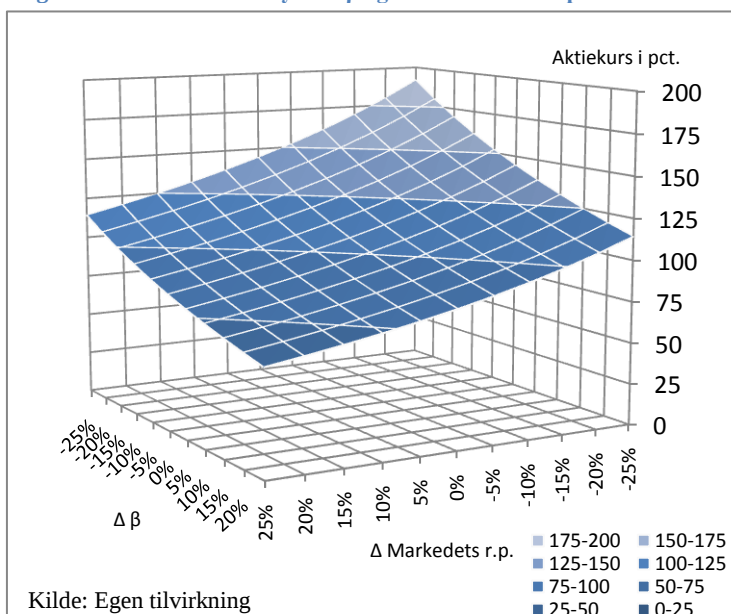
Kilde: Egen tilvirkning

En ændring på +/-25% i én af disse variable, vil under en alt andet lige antagelse medføre at aktiekursen vil ligge i intervallet henholdsvis 82,5 DKK til 144,4 DKK. Dette svarer til en relativ ændring i den estimerede aktiekurs på henholdsvis -22,5% og +35,7% i forhold til DCF-modellen.

Beregningerne ovenfor bygger på en alt andet lige antagelse, men en samtidig ændring i både β og markedets risikopræmie vil imidlertid medføre, at den estimerede aktiekurs vil kunne bevæge sig i intervallet 62,6 DKK til 191,4 DKK.

Dette er illustreret i figuren til højre, mens en detaljeret oversigt over modellens følsomhed fremgår af tabellen i bilag 8.4.

Figur 49: Følsomhedsanalyse af β og markedets risikopræmie

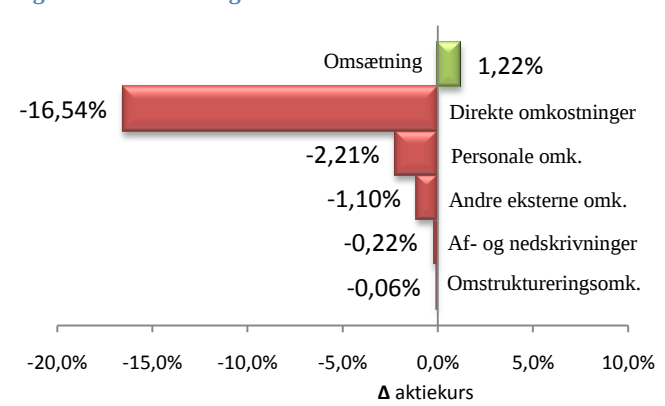


Kilde: Egen tilvirkning

Delelementerne i NOPAT påvirker alle aktiekursen lineært, men der er stor forskel på modellens følsomhed over for ændringer i de enkelte variable.

Af figuren til højre fremgår den procentvise ændring i aktiekursen ved en ændring på 1% af delelementerne, under en alt andet lige antagelse.

Figur 50: 1% ændring i value drivere i NOPAT



Kilde: Egen tilvirkning

Såfremt omsætningen er uændret, kan den estimerede aktiekurs bestemmes for simultane ændringer i flere af omkostningsposterne ved at summere effekten af disse.

En ændring i eksempelvis direkte omkostninger på 0,5%, personaleomkostninger på 1,0% og andre eksterne omkostninger på 2,0% vil betyde, at den estimerede aktiekurs vil reduceres med: $0,5 \cdot (-16,54\%) + 1,0 \cdot (-2,21\%) + 2,0 \cdot (-1,10\%) = -12,68\%$, svarende til en kurs på 93,0 DKK.

Omvendt er det også muligt at bestemme følsomheden af den estimerede aktiekurs ved ændringer i omsætningen, såfremt omkostningernes andel af nettoomsætningen holdes konstant. Eksempelvis vil en stigning i nettoomsætningen på 10,0% medfører en ændring i den estimerede aktiekurs på: $10,0 \cdot 1,22\% = 12,2\%$, hvilket svarer til en kurs på 119,5 DKK.

Følsomhedsanalysen har identificeret WACC og $NOPAT_{\text{terminal}}$ som de to overordnede variable, der har størst indvirkning på modellen, og ved markante ændringer i disse ændres aktiekursen derfor væsentligt. Under dekomponeringen af WACC og $NOPAT_{\text{terminal}}$ fremgik det yderligere, at følsomheden i væsentlig grad kan tilskrives enkelte delelementer.

Derved fremgår det, at der skal forekomme markante ændringer i bestemte delelementer samtidig, før den estimerede aktiekurs antager ekstreme værdier. Mere virkelighedsnære ændringer medfører derimod, at kursen vil koncentrere sig omkring den estimerede værdi i DCF-modellen, og ekstremer, som skitserede i tabel 44, vurderes derfor ikke at være særlig sandsynlige.

6.4 Relativ værdiansættelse

Den primære værdiansættelse af DSV ved DCF-modellen vil i dette afsnit blive sammenholdt med markedets værdiansættelse af en peer-gruppe, som består af sammenlignelige selskaber, der opererer inden for samme branche.

For at reducere indvirkningen fra blandt andet forskelle i regnskabspraksis er det valgt at foretage den relative værdiansættelse af DSV på baggrund af EV/EBITDA multiplen. Da EBITDA er resultatet af den primære drift før finansielle omkostninger, skat samt af- og nedskrivninger, elimineres forskelle i afskrivningspraksis mellem de enkelte selskaber.

Derudover sammenholder multiplen virksomhedens samlede værdi af gæld og egenkapital, enterprise value, med resultatet før finansielle omkostninger, hvorfor der ligeledes tages højde for forskelle i kapitalstruktur¹⁵³.

En relativ værdiansættelse på baggrund af multiple tager dog ikke hensyn til forskelle i vækst, risiko og kapitalbinding mellem peer-gruppen og selskabet, der ønskes værdiansat. Ved udvælgelsen af peer-gruppen er det derfor essentielt, at virksomhederne har samme risikoprofil og vækstpotentiale.

Der tages heller ikke højde for alle forskelle i regnskabspraksis, og som følge af den usikkerhed, der er forbundet med den relative værdiansættelse, bør den ikke stå alene og skal derfor sammenholdes med den primære værdiansættelse ved DCF modellen¹⁵⁴.

Multiplen udregnes på baggrund af EBITDA i perioden 2011-12, da der i visse år kan forekomme branchegenerelle udsving i EBITDA. Ved at udregne værdien af DSV på baggrund af hvert enkelt af disse fås dermed et spænd, som værdien forventes at ligge indenfor.

EBITDA er for peer-gruppen fundet som gennemsnittet af analytikernes forventning til det enkelte år for virksomheden ved brug af programmet Datastream. Enterprise value er ligeledes fundet som gennemsnitsværdien for 15/11 2010, hvorfor værdien ikke behøves at blive diskonteret.

¹⁵³ Rådgivningsudvalget, 2002, s. 97

¹⁵⁴ Køb og salg af virksomheder, 2008, Artikel 27 s. 2-3

Af nærværende tabel fremgår peer-gruppen, der er udvalgt for DSV, og EV/EBITDA multiplen er udregnet på baggrund af forventet EBITDA 2011 og 2012. CAGR er udregnet for EBITDA i perioden for at sikre at væksten i indtjening er sammenlignelig mellem DSV og peer-gruppen.

For at sikre sammenlignelighed tilhører alle selskaberne spedititionsbranchen og opererer med undtagelse af J.B. Hunt globalt, hvorfor de vurderes at være underlagt samme risici som DSV. J.B. Hunt opererer hovedsageligt i Nordamerika, men grundet sammenligneligheden med Europa og den globale økonomiske integration vurderes selskabet at være underlagt samme risici.

I forhold til konkurrenterne, der blev identificeret i den strategiske analyse, er DHL udeladt da virksomheden er en del af Deutsche Post koncernen, mens DB Schenker er udeladt, da selskabet er en del af Deutsche Bahn koncernen.

Derudover er CEVA ejet af kapitalfonden Apollo og ikke børsnoteret, mens kuwaitiske Agility har en unormalt lav EV/EBITDA på baggrund af den tilgængelige information. Sinotrans Group ejer udover spedititionsvirksomheder også selskaber inden for shipping samt lufttransport, hvorfor denne heller ikke vurderes at have samme risiko og vækstpotentiale.

Tabel 45: Peer-gruppe

Relativ værdiansættelse (pågældende valuta mio.)								
	Valuta	EV 15/11 2010	EBITDA 2010 ^a	EBITDA 2011 ^f	EBITDA 2012 ^f	EBITDA CAGR 2010-12	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
Kuehne + Nagel	SF	13.140	1.032	1.187	1.313	12,8%	11,1	10,0
Panalpina	SF	2.018	150	266	306	15,4% ¹⁵⁵	7,6	6,6
Expeditors	USD	8.755	561	645	740	14,9%	13,6	11,8
C. H. Robinson	USD	11.322	648	749	870	15,8%	15,1	13,0
J. B. Hunt	USD	4.858	557	654	727	14,2%	7,4	6,7
Median							11,1	10,0

Kilde: Datastream, egen tilvirkning

I budgetteringen af DSV's fremtidige drift ovenfor voksede EBITDA for DSV med en CAGR på 10,2% fra 2010-2012, og det fremgår af tabellen, at peer-gruppen har en sammenlignelig vækst i perioden.

¹⁵⁵ CAGR er kun udregnet fra 2011-12, da væksten fra 2010-11 var unormalt høj. Dette skyldes øjensynligt en unormalt lav EBITDA i 2010. CAGR fra 2010-12 udgjorde 42,9%.

Multiplen udregnet for de enkelte virksomheder er ligeledes sammenlignelig med den historiske median i deres 12 måneders rolling EV/EBITDA¹⁵⁶. I perioden fra 1/1 2005 til 15/11 2010 udgjorde den 11,6 for Kuehne + Nagel, 10,4 for Panalpina, 17,7 for Expeditors, 16,0 for C.H. Robinson og 7,4 for J.B. Hunt¹⁵⁷. Den historiske median udgjorde dermed 11,6, hvilket ligger tæt på den sammenlignelige værdi for EV/EBITDA i 2011 på 11,0.

Den relative værdiansættelse af DSV, på baggrund af ovenstående peer-gruppe, fremgår af tabellen nedenfor. Resultatet på henholdsvis 115,3 DKK og 115,0 DKK ligger tæt på DCF-modellens estimerede aktiekurs på 106,5 DKK med en difference på knap 8%.

Tabel 46: Relativ værdiansættelse af DSV A/S

Relativ værdiansættelse (DKK mio.)		
	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012
Multipl	11,1	10,0
EBITDA	2.588	2.856
Enterprise value	28.649	28.580
Netto rentebærende gæld	-4.655	-4.655
Værdi af egenkapital	23.994	23.925
Estimeret aktiekurs (DKK)	115,3	115,0
Difference kontra DCF model	+8,3%	+8,0%

Kilde: Datastream, egen tilvirkning

Følsomhedsanalysen viste tydeligt, at selv små ændringer i DCF-modellens variable vil kunne forklare denne afvigelse, hvorfor den relative værdiansættelse vurderes at bekræfte DCF-modellens estimerede aktiekurs.

¹⁵⁶ Udregner EV/EBITDA løbende på baggrund af den gennemsnitlige værdi forventet af analytikerne for enterprise value, samt de følgende 12 måneders EBITDA. Sidstnævnte følger derfor ikke kalenderåret.

¹⁵⁷ Datastram

6.5 Delkonklusion

I dette afsnit blev den kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel, DCF, benyttet til at estimere værdien af DSV koncernen og dermed dennes aktie. Modellen byggede på WACC som diskonteringsfaktor, hvorfor denne blev bestemt indledningsvis.

På baggrund CAPM blev ejernes afkastkrav fastsat til 9,05%, mens en kreditrating af DSV blev benyttet til at bestemme fremmedkapitalomkostningerne til 5,23%. Ved brug af iteration kunne en kapitalstruktur fastlægges, som skabte konsistens mellem WACC og resultatet af værdiansættelsen, hvilket resulterede i en WACC på 8,16% for DSV.

DCF-modellen byggede på de fremtidige frie cash flow fra en eksplicit budgetperiode samt den forventede NOPAT i terminalperioden. Dette resulterede i en nutidsværdi den 15/11 2010 af budgetperioden på 6.235 DKK mio., mens terminalperioden udgjorde 20.657 DKK mio. Det fremgik herved, at 77% af den samlede virksomhedsværdi kunne henføres til terminalperioden.

Ved at fratrække nutidsværdien af netto rentebærende gæld på 4.655 DKK mio., udgjorde den estimerede værdi af egenkapitalen 22.159 DKK mio. svarende til en estimeret værdi på 106,50 DKK per aktie. DSV-aktien lukkede den 15/11 2010 i en kurs på 115,60 DKK, hvilket giver en difference på 7,9% i forhold til DCF-modellen.

Følsomhedsanalysen identificerede WACC og $NOPAT_{\text{terminal}}$, som de elementer der har størst påvirkning på DCF-modellen. En dekomponering af disse viste, at en stor del af værdiændringen kunne forklares ud fra enkelte delelementer.

Af følsomhedsanalysen blev det ligeledes klart, at selv mindre ændringer i væsentlige variable i DCF-modellen kunne forklare forskellen mellem DCF-modellens estimerede aktiekurs og den faktiske kurs på DSV-aktien.

Den relative værdiansættelse af DSV gav et resultatet på mellem 115,3 DKK og 115,0 DKK, hvilket ligger tæt på DCF-modellens estimerede aktiekurs med en difference på knap 8%. Den relative værdiansættelse vurderes derfor at bekræfte DCF-modellens estimerede aktiekurs.

7 Konklusion

Afhandlingens hovedspørgsmål var, med udgangspunkt i en fundamentalanalyse og værdiansættelse af DSV, at vurdere, hvorvidt aktien per 15. november 2010 var prissat korrekt, eller i hvilket omfang den var over- eller undervurderet.

Den strategiske analyse viste, at transportsektorens centrale position i EU's indre marked medfører stor fokus fra politisk hold. Det vil dog være den politiske interesse for sektorens miljøbelastning, der vil yde størst indflydelse på spedititionsbranchen fremover. Dette vil lede til stigende afgifter og dermed omkostninger samt en ændring i valget af transportformer. Derudover afhænger aktiviteten i sektoren i høj grad af udviklingen i BNP i Europa samt verdenshandlen, hvilket vil påvirke volumen og indtjening i spedititionsbranchen fremadrettet.

Udover de makroøkonomiske faktorer påvirkes spedititionsbranchen i forskellig grad af branche-specifikke forhold. Disse fører samlet set til en moderat konkurrence, da det er muligt for mindre aktører at etablere sig lokalt på grund af et lavt behov for investeringer i anlægsaktiver. Derudover har leverandørerne en høj forhandlingsstyrke, hvilket påvirker branchens indtjeningspotentiale betydeligt, og da leverandørernes ydelser er homogene, er det primært den globale efterspørgsel, der bestemmer prisen.

På baggrund konkurrencesituationen vurderes det, at DSV primært vil forsøge at vokse organisk gennem markedspenetrering - vækst gennem øget markedsandele for de nuværende produkter i de eksisterende markeder. Det vurderes ydermere, at den øgede markedsandel på de nuværende markeder skal erobres ved at sælge flere af de eksisterende ydelser til koncernens kunder samt øge antallet af globale selskaber i kundeporteføljen.

I regnskabsanalysen blev den reformulerede resultatopgørelse og balance opstillet, og på baggrund af en udvidet Dupont model blev den historiske rentabilitet af DSV's primære drift belyst. Det fremgik heraf, at der i analyseperioden havde været et betragteligt fald i egenkapitalforrentningen som følge af faldende afkastningsgrad og rentemarginal, hvilket yderligere blev forstærket af en øget finansiell gearing og en negativ rentemarginal i 2009. Af analysen fremgik det ligeledes, at den faldende overskudsgrad hovedsagligt var forårsaget af en stigning i personaleomkostninger, mens den faldende omsætningshastighed primært skyldtes en relativ større stigning i materielle og immaterielle anlægsaktiver end i nettoomsætningen.

På baggrund af den strategiske analyse samt den historiske rentabilitet blev DSV's fremtidige drift budgetteret, og det fremgik heraf, at der på trods af stigende direkte omkostninger forventes en forbedring i overskudsgraden. Dette skyldes en relativ større reduktion i personaleomkostninger som følge af en afsluttet integration af ABX og en højere produktivitet per medarbejder. Derudover forventes det, at omsætningshastigheden vil blive forbedret, da de materielle aktivers evne til at generere omsætning øges, samtidigt med at tilgodehavender fra kunder reduceres til det historiske niveau inden opkøbet af ABX. Samlet set forventes afkastningsgraden af den primære drift derfor at blive forbedret i budgetperioden.

I værdiansættelsen blev DCF-modellen benyttet til at estimere værdien af DSV koncernen og dermed dennes aktie. Her blev ejernes afkastkrav og fremmedkapitalomkostningerne fastsat til henholdsvis 9,05% og 5,23%, hvilket resulterede i en WACC på 8,16%. Nutidsværdien af de frie cash flow fra den eksplicite budgetperiode blev herefter bestemt til 6.235 DKK mio., mens terminalperioden udgjorde 20.657 DKK mio. Ved at fratrække nutidsværdien af netto rentebærende gæld på 4.655 DKK mio., udgjorde den estimerede værdi af egenkapitalen 22.159 DKK mio. per 15. november 2010 svarende til en estimeret værdi på 106,5 DKK per aktie.

Af følsomhedsanalysen fremgik det, at DCF-modellen er specielt følsom over for ændringer i WACC og $NOPAT_{terminal}$, hvorfor resultatet fra modellen skal tolkes med varsomhed. Det fremgik dog ligeledes, at der skal forekomme markante ændringer i bestemte delelementer samtidig, før den estimerede aktiekurs vil afvige væsentligt.

Den relative værdiansættelse af DSV gav et resultat på henholdsvis 115,3 DKK og 115,0 DKK, hvilket ligger tæt på DCF-modellens estimerede aktiekurs med en difference på knap 8%, og den relative værdiansættelse synes derfor at bekræfte dette resultat.

DSV-aktien lukkede den 15. november 2010 i en kurs på 115,6 DKK, hvilket giver en difference på 7,9% i forhold til den estimerede værdi på baggrund af DCF-modellen. Følsomhedsanalysen viste dog, at selv mindre ændringer i væsentlige variable kunne forklare forskellen mellem den faktiske og den estimerede kurs, og det vurderes derfor, at DSV aktien er korrekt prisfastsat per 15. november 2010.

8 Bilag

8.1 Litteraturliste

Bøger			
Forfatter	Titel	År	Forlag/Medie
I. Andersen	Den skinbarlige virkelighed	2005	Samfundslitteratur
I. Ansoff	Corporate Strategy	1965	New York Press
R. Brealey m. fl.	Corporate Finance	2006	McGraw-Hill
T. Copeland m. fl.	Valuation	2000	John Wiley & Sons
J. Elling m. fl.	Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang	2003	Gad
S. Emmett	Excellence in Freight Transport	2009	Cambridge Academic
Europa kommissionen	Future of Transport	2009	EU
Europa kommissionen	Panorama of Transport	2009	EU
Europa kommissionen	EU energy and transport in figures	2010	EU
Frost & Sullivan	Global Logistics and Transportation Industry Outlook 2009	2009	Frost & Sullivan
Institut for Regnskab og Revision	Materiale samling til R80: Køb og salg af virksomheder	2008	Samfundslitteratur
M. Klatt	Dansk International Landevejstransport	2008	Syddansk Universitet
J. Lægaard m. fl.	Strategi i vindervirksomheder	2003	JP Erhvervsbøger
OECD	Comparing Administrative Burdens Across Countries	2007	OECD
T. Plenborg m. fl.	Regnskabsanalyse for beslutningstagere	2007	Thomson
M. Porter	Competitive Strategy	1980	The Free Press
Rådgivningsudvalget	Fagligt nota tom den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomhedsandele	2002	Nørhaven Book

Regnskaber			
Forfatter	Titel	År	Forlag/Medie
DHL	DHL Annual Report 2009	2010	www.dhl.com
DSV	DSV Årsrapport 2005	2006	www.dsv.dk
DSV	DSV Årsrapport 2006	2007	www.dsv.dk
DSV	DSV Årsrapport 2007	2008	www.dsv.dk
DSV	DSV Årsrapport 2008	2009	www.dsv.dk
DSV	DSV Årsrapport 2009	2010	www.dsv.dk
DSV	DSV Kvartalsregnskab, 3. kvartal 2010	2010	www.dsv.dk

Fondsbørsmeddelelser			
Forfatter	Titel	År	Forlag/Medie
DSV	Fondsbørsmeddelelse: ”Indbydelse til generalforsamling”	2009	Københavns Fondsbørs, 15/04 2009
DSV	Fondsbørsmeddelelse: ”Minutes of DSVs Annual General Meeting”	2010	Københavns Fondsbørs, 26/03 2010
DSV	Fondsbørsmeddelelse: ”Share buy-back in DSV A/S”	2010	Københavns Fondsbørs, 27/04 2010
DSV	Fondsbørsmeddelelse: ”Aktietilbagekøb i DSV A/S”	2010	Københavns Fondsbørs, 15/11 2010

Analyserapporter			
Forfatter	Titel	År	Forlag/Medie
Datamonitor	Global Logistics Industry Profile	2009	Datamonitor
Økonomi- og Erhvervsministeriet	Analyserapport om vejtransportbranchen	2007	Schultz Information

Artikler			
Forfatter	Titel	År	Forlag/Medie
M. Andersen	DSV kører mod godt regnskab	2010	Børsen, s.20, 26/07 2010
H. Arentoft	Ny DSV-top er mester i at vende minus til plus	2008	Erhvervsbladet.dk, 31/07 2008
S. Bendtsen	DSV-opkøb vækker undren	2009	Business.dk, 15/01 2009
Nyhedsbureauet Direkt	Trimmet DSV varsler fremgang i 2010	2009	Borsen.dk, 11/12 2009
F. Modigliani m. fl.	The cost of capital, corporation finance and the theory of investment	1958	The American Economic Review, Number Three, June 1958
T. Zigler	DSV hugger bremsen i for store opkøb	2010	Børsen, s. 12, 16/09 2010
T. Zigler	Kun mindre køb på agendaen	2010	Børsen, s. 13, 16/09 2010

Websites	
Adresse	Forfatter
www.borsen.dk	Børsen
www.business.dk	Berlingske Tidende
www.cevalogistics.com	Ceva
www.chrobinson.com	C.H. Robinson
www.dirf.dk	Dansk Investor Relations Forening
www.dsv.dk	DSV
ec.europa.eu/transport	Europa kommissionen
www.expeditors.com	Expeditors
www.jbhunt.com	J.B. Hunt
www.sinotrans.com	Sinotrans Group
www.standardandpoors.com	Standard & Poor's

8.2 Noter til regnskabsanalyse

8.2.1 Noter vedrørende analytisk resultatopgørelse

1) Nettoomsætning

Nettoomsætningen omfatter leverede speditioner og ydelser, og ifølge note 2 i årsrapporten er posten opdelt i salg af tjenesteydelser samt andre indtægter.

Andre indtægter er ikke yderligere specificeret i regnskabet, og det er derfor ikke muligt at fastslå, hvad posten præcist dækker over. Posten har dog været relativ stabil i forhold til den samlede nettoomsætning, og da den kun udgør under en 1 procent, er det valgt at bibeholde den under driften.

Tabel 47: Nettoomsætning fordelt på type

Nettoomsætning (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Salg af tjeneste ydelser	22.960	31.899	34.794	37.330	35.949
Andre indtægter	55	73	105	105	136
Nettoomsætning i alt	23.015	31.972	34.899	37.435	36.085

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 2, egen tilvirkning

(Note 1 fortsætter på næste side)

Det er i forbindelse med opstillingen af den analytiske resultatopgørelse valgt at splitte nettoomsætningen op på de enkelte divisioner. En sådan opdeling vil gøre det muligt at opstille et mere præcist budget for nettoomsætningen, da det vil give en bedre forståelse for udviklingen i de enkelte divisioner i forbindelse med rentabilitetsanalysen.

Nettoomsætningen på divisionsniveau er oplyst i noterne til årsrapporten under segmentoplysninger, og der er efterfølgende korrigeret for den interne omsætning mellem de enkelte divisioner.

I 2005 og 2006 er der yderligere foretaget eliminerings på henholdsvis 6 DKK mio. og 3 DKK mio. mellem koncernen og moderselskabet. Det er valgt at fordele posterne ligeligt mellem de enkelte divisioner, da de er af en beskeden størrelse, og da det ikke vurderes at være muligt at udlede en retvisende fordelingsnøgle.

Tabel 48: Nettoomsætning fordelt på segmenter

Nettoomsætning (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Moder, eliminerings mv. ¹⁾	6	3	0	0	0
Nettoomsætning fordelt på segment:					
Road	15.688	23.399	21.943	18.987	17.256
Air & Sea	6.418	7.583	8.845	13.307	13.307
Solutions	909	990	4.111	5.141	5.522
Nettoomsætning i alt	23.015	31.972	34.899	37.435	36.085

1) Elimineringerne i 2005 og 2006 er ligeligt fordelt på de enkelte segmenter

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 28, 29 og 31, egen tilvirkning

2) Direkte omkostninger

Direkte omkostninger er ikke specificeret i årsrapporten for DSV. Af noterne for anvendt regnskabspraksis i årsrapporten fra 2006-09 fremgår det dog, at direkte omkostninger omfatter afregning til vognmænd, rederier, flyselskaber mv. og andre direkte omkostninger. Sidstnævnte inkluderer personaleomkostninger til eget personale, der anvendes til levering af ordren samt øvrige primære udgifter. På baggrund af dette er det valgt at placere hele posten under driften.

3) Andre eksterne omkostninger

Andre eksterne omkostninger omfatter omkostninger til marketing, it, husleje, uddannelse, kontor, rejser, kommunikation samt øvrige salgs- og administrationsomkostninger¹⁵⁸. Posten er dog kun specificeret i årsrapporten med hensyn til honorar til generalforsamlingsvalgte revisor.

Det kan diskuteres, hvorvidt en del af udgifterne til revision kan karakteriseres som transitorisk, da selskabet i analyseperioden har foretaget opkøb i en størrelse og hyppighed, som ikke forventes fortsat i fremtiden. Disse opkøb vil alt andet lige have påvirket omkostningerne til revision.

Af årsrapporten fremgår det også, at honorar til generalforsamlingsvalgte revisor i procent af de samlede eksterne omkostninger var højest i 2006 og 2008, hvor opkøbene af Frans Maas og ABX fandt sted. Det er derfor valgt, at reformulere en del af posten for regnskabsårene 2006 og 2008, således at revisionsomkostningerne der indgår i den primære drift bestemmes som et gennemsnit af den procentvise fordeling for de resterende år.

Tabel 49: Bestemmelse af transitoriske udgifter til revision

Udgifter til revision mm. (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Andre eksterne omkostninger i alt	-1.090	-1.737	-1.862	-1.843	-1.988
Udgifter til revision i alt (<i>Honorar i alt</i>)	-17	-34	-26	-31	-29
Udgifter til revision i procent	1,6%	2,0%	1,4%	1,7%	1,5%
Opdeling i drift og finansiering:					
Udgifter til revision, drift ¹⁾	-17	-26	-26	-27	-29
Udgifter til revision, finansiering (transitoriske)	-	-8	-	-4	-
Andre eksterne omkostninger (ekskl. transitor. revisionsomk.)	-1.090	-1.729	-1.862	-1.839	-1.988
1) Revisionsomkostningerne allokerede til driften er bestemt ud fra et gennemsnit af de procentvise revisionsomkostninger for årene 2005, 2007 og 2009. Gennemsnitsprocenten anvendt i 2006 og 2008 er 1,5%					

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 3, egen tilvirkning

¹⁵⁸ DSV Årsrapport 2006 – 2009, note om Anvendt Regnskabspraksis (note 1, 30, 31 og 33 henholdsvis)

4) Personaleomkostninger

Af årsrapporten for 2009 fremgår det af note 4, at tidligere administrerende direktør, Kurt K. Larsen, modtog en bonus i 2008 for købet af ABX samt en efterfølgende stay-on bonus. Herudover modtog Jens Bjørn Andersen som ny administrerende direktør ligeledes en bonus i 2008, hvorved de samlede udgifter til bonus udgjorde 12 DKK mio.

Sammenlignet med de resterende år i analyseperioden, hvor bonus til den administrerende direktør har været i et niveauet af 3 DKK mio., så har der i 2008 været en ekstraordinær bonusudbetaling på godt 9 DKK mio.

Som nævnt tidligere forventes det ikke, at DSV vil fortsætte den hidtidige opkøbsstrategi, og den ekstraordinære bonusudbetaling på ca. 9 DKK mio. i 2008 vurderes derfor at være transitorisk. Det er derfor valgt at klassificere denne del af bonusudbetalingen som en del af finansieringen.

Tabel 50: Bestemmelse af transitoriske bonusudbetalinger

Bonusudbetalinger (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Personaleomkostninger i alt	-2.245	-3.333	-3.716	-3.994	-4.671
Bonus, administrerende direktør i alt	-3,0	-3,5	-3,0	-12,0	-1,5
Bonus, administrerende direktør, finansiering	0	0	0	-9	0
Bonus, administrerende direktør, drift	-3,0	-3,5	-3,0	-3,0	-1,5
Personaleomkostninger, finansiering	0	0	0	-9	0
Personaleomkostninger, drift	-2.245	-3.333	-3.716	-3.985	-4.671

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 4, egen tilvirkning

5) Af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver

Af- og nedskrivninger er i den analytiske resultatopgørelse medtaget i driften med henblik på at inddrage den skattemæssige effekt i beregningen af NOPAT. I forbindelse med bestemmelsen af cash flow fra driften og det frie cash flow senere i opgaven vil de budgetterede af- og nedskrivninger efterfølgende blive tillagt det estimerede NOPAT. Af- og nedskrivninger påvirker dermed kun indirekte det frie cash flow gennem skattebetalingerne.

Af note 6 i årsrapporten fremgår det, at en mindre del af posten af- og nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver er indregnet under særlige poster, omkostninger. Dette omhandler primært nedskrivninger af software i forbindelse med integrationen af Frans Maas i 2006¹⁵⁹ samt nedskrivning af goodwill i forbindelse med købet af ABX Logistics i 2008¹⁶⁰. Beløbene udgør henholdsvis 12 DKK mio. og 19 DKK mio.

På baggrund af de fremtidige forventninger til selskabets opkøbsstrategi vurderes nedskrivninger indregnet i særlige poster som værende transitoriske. Da særlige poster i det efterfølgende klassificeres som en del af finansieringen, er det valgt, at bibeholde nedskrivningerne som en del af denne post.

¹⁵⁹ DSV Årsrapport 2006, note 6, fodnote 1

¹⁶⁰ DSV Årsrapport 2008, note 6, fodnote 1

6) Særlige poster

I årsrapporten fremgår det af anvendt regnskabspraksis, at særlige poster omfatter væsentlige indtægter og omkostninger. Posten består af restruktureringsomkostninger ved grundlæggende struktur-, proces- og ledelsesmæssige omlægninger samt eventuelle afhændelsesgevinster og tab i tilknytning hertil. Herudover klassificeres andre væsentlige beløb af engangskarakter under posten.¹⁶¹

Særlige poster er specificeret i årsrapportens note 7, hvilket er sammenfattet nedenfor.

Tabel 51: Oversigt over særlige poster

Særlige poster (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Indtægter:					
Avance ved salg af selskaber	1	15	7	437	5
Andre indtægter	11	48	95	0	0
Udgifter:					
Omkostninger ved omstrukturering	-63	-297	-128	-359	-683
Tab ved ændring af pensionsordning	0	0	0	0	-5
Øvrige særlige poster	-8	-25	-2	0	-5
Særlig poster, netto	-59	-283	-28	78	-688

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 7, egen tilvirkning

På baggrund af oplysningerne i anvendt regnskabspraksis samt specificeringen i note 7 vurderes det, at særlige poster – med undtagelse af omkostninger ved omstrukturering – kan karakteriseres som værende transitoriske. Herudover kan de ikke direkte henføres til DSV's primære drift, hvorfor de bør reklassificeres og indgå som en del af finansieringen.

Med hensyn til omstrukturingsomkostninger, så må det forventes, at der med jævne mellemrum vil være et behov for at foretage omstruktureringer i hele eller dele af selskabet, hvilket taler for at lade omkostningerne indgå i driften.

Omstrukturingsomkostningerne har varieret betydeligt imellem de enkelte regnskabsår i den analyserede periode, og har i stor grad været influeret af opkøbene af i 2006 Frans Maas og ABX Logistics i 2008 samt den efterfølgende integration i 2009.

¹⁶¹ DSV Årsrapport 2006 – 2009, note om Anvendt Regnskabspraksis (note 1, 30, 31 og 33 henholdsvis)

Som det fremgik af den strategiske analyse, så forventes det ikke at DSV i fremtiden vil foretage opkøb i samme grad som tidligere, og det vurderes derfor, at det vil være hensigtsmæssigt, at udarbejde en fordelingsnøgle til omstrukturingsomkostninger mellem drift og finansiering.

Regnskabsårene 2005 og 2007 er år, hvor DSV ikke i væsentlig grad har været påvirket af omkostninger i forbindelse med opkøb og følgende omstruktureringer. Det er derfor valgt at tage udgangspunkt i disse i forbindelse med en fastsættelse af ikke transitoriske omstrukturingsomkostninger.

På baggrund af gennemsnittet af omstrukturingsomkostningernes andel af nettoomsætningen i 2005 og 2007 er der bestemt en allokeringprocent. Omkostningerne for 2006, 2008 og 2009 er herefter fordelt mellem drift og finansiering på baggrund af denne.

Tabel 52: Udarbejdelse af fordelingsnøgle samt bestemmelse af omstrukturingsomkostninger allokere til driften

Bestemmelse af ikke transitoriske omstrukturingsomkostninger					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	23.015	31.972	34.899	37.435	36.085
Omstrukturingsomkostninger i alt	-63	-321	-128	-359	-683
Omstrukturingsomkostninger i pct. af nettoomsætningen	-0,27%	-0,97%	-0,37%	-0,91%	-1,89%
Anvendt allokeringprocent ¹⁾	-0,27%	-0,32%	-0,37%	-0,32%	-0,32%
Omstrukturingsomkostninger allokere til driften²⁾	-63	-102	-128	-120	-116
1) I regnskabsårene 2006, 2008 og 2009 er anvendt en allokeringprocent, bestemt på baggrund af omstrukturingsomkostningerne i pct. af nettoomsætningen i 2005 og 2007. Allokeringprocenten er bestemt på følgende måde: $(0,27\% + 0,37\%) / 2 = 0,32\%$					
2) Omstrukturingsomkostninger allokere til driften i pct. af nettoomsætningen					

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning

På baggrund af ovenstående, er særlige poster fordelt mellem drift og finansiering som illustreret i nedenstående tabel.

Tabel 53: Særlige poster, netto eksklusiv driftsrelaterede omstrukturingsomkostninger

Særlige poster, netto eksklusiv omstrukturingsomkostninger allokere til driften (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Særlige poster, netto	-59	-283	-28	78	-688
Omstrukturingsomkostninger allokere til drift	-63	-102	-128	-120	-116
Særlige poster, netto, finansiering (ekskl. Omstrukturingsomk. allokere til driften)	4	-181	100	198	-572

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning

7) Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder

De associerede virksomheder tilknyttet DSV koncernen er alle listet bagerst i årsrapporten, og af opgørelsen fremgår ejerandelen, i hvilket land selskabet har hjemsted samt hvilken af divisionerne, Road, Air & Sea samt Solution, selskabet hører ind under.

DSV's andel af resultatet efter skat i associeret virksomheder er specificeret i årsrapportens note 14. Af denne note fremgår det kun, hvad koncernens andel af årets resultat er for de associerede selskaber samlet set, og det er derfor ikke muligt ud fra årsrapporten at fordele resultatet fra de enkelte selskaber i drift og finansiering.

Af listen over associerede selskaber fremgår det imidlertid, at størsteparten af selskaberne opererer inden for transport og spedititionsbranchen, og derfor uden større usikkerhed kan relateres til den primære drift. Det er derfor valgt, at klassificere resultat efter skat i associerede virksomheder som en del af driften.

8) Finansielle indtægter og omkostninger

Finansielle indtægter er i årsrapportens note 8 opdelt i renteindtægter, forventet afkast på pensionsaktiver, samt valutakursreguleringer netto¹⁶², mens finansielle omkostninger i note 9 er opdelt på posterne rentekomkostninger, kalkulerede renter vedrørende pensionsforpligtelser samt valutakursreguleringer netto¹⁶³.

Finansielle indtægter og omkostninger indeholder renter, kursgevinster, kurstab og nedskrivninger vedrørende værdipapirer, gæld og transaktioner i fremmed valuta, samt amortisering af finansielle aktiver og forpligtelser, herunder finansielle leasingforpligtelser. Endvidere medtages realiserede og urealiserede gevinster og tab vedrørende afledte finansielle instrumenter, der ikke kan klassificeres som sikringsaftaler.¹⁶⁴

Ud fra ovenstående er finansielle indtægter og omkostninger ikke en del af den primære drift i DSV, hvorfor posterne klassificeres som en del af finansieringen.

¹⁶² Valutakursreguleringer er kun medtaget under finansielle indtægter, når værdien er positiv. Ved negative værdier er valutakursreguleringer medtaget under finansielle omkostninger.

¹⁶³ Valutakursreguleringer er kun medtaget under finansielle omkostninger, når værdien er negativ. Ved positive værdier er valutakursreguleringer medtaget under finansielle indtægter.

¹⁶⁴ DSV Årsrapport 2006 – 2009, note om Anvendt Regnskabspraksis (note 1, 30, 31 og 33 henholdsvis)

9) Skat af henholdsvis drift og finansiering

Selskabsskatten er i årsregnskabet opdelt i skat af årets resultat samt skat af anden totalindkomst. Denne sontring i årsrapportens regnskab mellem drift og finansiering er ikke identisk med klassificeringen i den analytiske resultatopgørelse, og det er derfor nødvendigt at foretage en yderligere fordeling af selskabsskatten.

Ud fra noterne er det ikke muligt at bestemme, i hvilket omfang koncernen har optaget lån i lande med skattesatser, der er forskellige fra de danske. Det fremgår heller ikke i hvilken grad de forskellige poster beskattes. Den samme problematik gør sig gældende for driften, da det ikke er oplyst i hvilke lande, der betales skat af denne.

I det officielle årsregnskab fremgår det, at posterne, der indgår i anden totalindkomst, alle har karakter af finansiering¹⁶⁵, og skat af anden totalindkomst kan dermed holdes ude af driften og klassificeres som en del af finansieringen. Det er derfor udelukkende skattebetalinger tilknyttet skat af årets resultat, der skal opdeles i drift og finansiering.

Der findes overordnet to metoder til at fordele årets skat mellem drift eller finansiering. Den ene udregnes ved at bruge den danske selskabsskattesats på resultatet af den primære drift, hvorefter skatteskjoldet defineres som residualen. Den anden metode benytter skattesatsen til at udregne skatteskjoldet fra de finansielle poster, hvorefter skat på primær drift findes som residualen.

Begge metoder er behæftet med unøjagtighed, da de mangelfulde informationer i regnskabet gør det nødvendigt at antage, at den fulde skat betales i Danmark.

De danske skatteregler for finansielle poster er ligeledes yderst komplekse, og ikke alle omkostninger er fuldt fradragsberettiget med selskabsskattesatsen. På trods af denne problemstilling er det valgt at udregne skatteskjoldet af de finansielle poster, og finde skat af primær drift som resultatet af denne.

¹⁶⁵ DSV Årsrapport 2006 – 2009, note om Anvendt Regnskabspraksis (note 1, 30, 31 og 33 henholdsvis)

Det er valgt at anvende denne metode, da det formodes at de finansielle poster beskattes i Danmark grundet koncernhovedkvarterets placering i landet. Derimod er driften, og dermed beskatningen af denne, spredt over hele verden. Da denne metode er anvendt kan den effektive skattesats af driften variere væsentligt, hvilket også ses af nedenstående beregninger.

Tabel 54: Beregning af skat for henholdsvis drift og finansiering

(DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Skat af årets resultat (oplyst i Årsrapporten)	-288	-295	-472	-377	-269
Finansielle poster (reklasificeret fra drift til finansiering)					
Udgifter til revisor, transitoriske	0	-8	0	-4	0
Bonus, administrerende direktør, transitorisk	0	0	0	-9	0
Særlige poster, netto ekskl. driftsrelateret omstruk.omk.	4	-181	100	198	-572
Finansielle indtægter	41	94	109	121	202
Finansielle omkostninger	-121	-301	-370	-522	-749
Finansielle poster, netto (reklasificeret fra drift til finansiering)	-76	-396	-161	-216	-1119
Selskabsskattesats, Danmark	28%	28%	25%	25%	25%
Skat af finansielle poster, netto (reklasificeret fra drift til finansiering)	21	111	40	54	280
Skat af primær drift	-309	-406	-512	-431	-549
Effektiv skattesats af primær drift	-29%	-29%	-29%	-24%	-35%
Skat af anden totalindkomst	27	42	9	60	86
Skat af finansielle poster netto	48	153	49	114	366
Årets skat i alt	-261	-253	-463	-317	-183

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning

I forbindelse med udarbejdelsen af det analytiske regnskab er der foretaget en reklassificering af udvalgte poster fra drift til finansiering. Disse poster er alle samlet under Finansielle poster (reklassificerede fra drift til finansiering) i ovenstående tabel og indgår i beregningen af skat af årets resultat i det officielle regnskab. Det er derfor af interesse at se på skatteeffekten af disse i forbindelse med bestemmelsen af skat af primær drift i den analytiske resultatopgørelse.

Af tabellen fremgår det, at summen af Finansielle poster (reklassificeret fra drift til finansiering) antager en negativ værdi i hele analyseperioden, hvilket betyder, at finansielle poster reklassificeret fra driften har haft en reducerende skatteeffekt.

For at kunne udnytte skatteskjoldet fra finansieringen i driften er det nødvendigt, at resultat af primær drift er positivt og minimum af samme størrelse. Dette har været tilfældet for DSV i hele perioden, hvorfor det vurderes retvisende, at lægge skattefradraget fra finansieringen til skatteomkostningerne i forbindelse med driften.

I den analytiske resultatopgørelse er skat af primær drift derfor bestemt som skat af årets resultat oplyst i årsrapporten, tillagt skatteeffekten af skatteskjoldet fra finansielle poster netto, reklassificeret fra driften i det officielle regnskab.

10) Anden totalindkomst

Posterne under anden totalindkomst er med undtagelse af posten skat af anden totalindkomst ikke uddybet i noterne til årsrapporten. Posterne er dog alle af en karakter, der ikke vurderes at gå ind under DSV's primære drift, og samtlige poster er derfor klassificeret som en del af finansieringen.

8.2.2 Noter vedrørende analytisk balance

11) Kapitalandele i associerede virksomheder

I forbindelse med reformuleringen af resultatopgørelsen blev det diskuteret hvorvidt associerede virksomheder burde indgå som drift eller finansiering.

Af diskussionen fremgik det, at det ud fra DSV's koncernoversigt syntes rimeligt at antage at hovedparten af de associerede virksomheder vedrører transportrelaterede aktiviteter. Det blev på denne baggrund valgt, at klassificere resultatandele fra associerede selskaber som en del af DSV's primære drift.

Kapitalandel fra associerede virksomheder klassificeres herefter ligeledes som en del af driftsaktiviteten, hvorved konsistensen i det analytiske regnskab sikres.

12) Andre værdipapirer og andre tilgodehavender

Posten andre værdipapirer og andre tilgodehavender er specificeret i note 15 i årsrapporten og består af andre værdipapirer, deposita samt andre tilgodehavender.

Tabel 55: Andre værdipapirer og andre tilgodehavender

Andre værdipapirer og andre tilgodehavender (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Andre værdipapirer	11	38	38	39	11
Deposita	16	39	54	82	77
Andre tilgodehavender	1	56	26	28	8
I alt	28	133	118	149	96

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 15, egen tilvirkning.

Andre værdipapirer vedrører primært unoterede aktier, der er disponible for salg, mens andre tilgodehavender primært vedrører ydede lån¹⁶⁶.

Handel med unoterede aktier og udlån vurderes ikke at indgå i DSV's primære drift, og posten er reklassificeret fra drift til finansiering.

¹⁶⁶ DSV Årsrapport 2006-09, note 15

13) Udskudte skatteaktiver

Udskudte skatteaktiver opstår blandt andet som følge af skattemæssigt fremførbare underskud¹⁶⁷. I DSV's tilfælde kan der forekomme underskud i såvel driften som i de finansielt relaterede investeringer.

I årsregnskabet fra DSV, er udskudt skat opdelt på følgende poster: Immaterielle aktiver, materielle aktiver, finansielle aktiver, kortfristede aktiver, hensatte forpligtelser, øvrige forpligtelser samt fremførselsberettigede skattemæssige underskud.

Tabel 56: Opdelingen af udskudte skatteaktiver på drift og finansiering

Udskudte skatteaktiver (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Immaterielle aktiver	6	20	40	10	26
Materielle aktiver	-18	-14	-56	13	-101
Finansielle aktiver	-	-	-	-	-3
Kortfristede aktiver	5	7	17	10	5
Hensatte forpligtelser	55	99	67	45	92
Øvrige forpligtelser	21	16	83	1	-
Fremførselsberettigede skattemæssige underskud	84	134	177	178	360
Udskudte skatteaktiver i alt	153	262	328	257	379
Fordeling af udskudte skatteaktiver på drift og finansiering:					
Udskudte skatteaktiver, drift	148	255	311	247	377
Udskudte skatteaktiver, finansiering	5	7	17	10	2

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 16, egen tilvirkning

Det vurderes at udskudt skat - med undtagelse af finansielle samt kortfristede aktiver - er knyttet til driften, hvorfor posterne klassificeres som driftsaktiver. Kortfristede aktiver vedrører ejendomme bestemt for salg, og vurderes ikke at indgå i DSV's primære drift fremadrettet.

¹⁶⁷ T. Plenborg m. fl., 2007, s. 147

Derudover har DSV udskudte skatteaktiver, der ikke er indregnet i balancen, og som primært er opstået som følge af opkøbene af Frans Maas og ABX. Disse aktiver er ikke indregnet, da der er usikkerhed omkring muligheden for deres udnyttelse, ligesom værdien ikke kan måles med tilstrækkelig pålidelighed som følge af usikkerheden omkring det tidsmæssige aspekt i anvendelsen.

Værdien af disse aktiver er i den analyserede periode stigende fra 18 DKK mio. i 2005 og til 690 DKK mio. i 2009. Størstedelen af de udskudte skatteaktiver, der ikke er indregnet, kan fremføres uendeligt.

Tabel 57: Ikke indregnede udskudte skatteaktiver

Ikke indregnede udskudte skatteaktiver (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Ikke indregnede udskudte skatteaktiver i alt	18	267	212	543	690
Ændringen mellem 2005 og 2006 skyldes købet af Frans Maas, mens ændringen i 2007 og 2008 skyldes købet af ABX Logistics					

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 16, egen tilvirkning

Udskudte skatteaktiver er dermed bestemt ud fra en konservativ tilgangsvinkel, hvilket har den effekt, at den investerede kapital bliver mindre, end hvis det viser sig, at ikke indregnet udskudte skatteaktiver kan udnyttes. Dette vil påvirke de nøgletal i rentabilitetsanalysen, hvor den investerede kapital indgår.

14) Aktiver bestemt for salg

Aktiver bestemt for salg vedrører ejendomme i Road og Air & Sea divisionerne, som forventes frasolgt inden for de kommende 12 måneder¹⁶⁸. Det må formodes, at disse aktiver har bidraget til værdiskabelsen af den primære drift tidligere. I disse år vil ejendommene være registreret under de materielle aktiver og dermed indgå investeret kapital.

I salgsåret, hvor ejendommene er registreret som bestemt for salg, formodes de dog ikke længere at bidrage væsentlig til værdiskabelsen. Posten klassificeres derfor som en del af finansieringen.

¹⁶⁸ DSV Årsrapport 2006-09, note 17

15) Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser og andre tilgodehavender

Af årsrapporten for DSV fremgår det ikke, hvad andre tilgodehavender omfatter, og kan derfor indeholde poster af både drifts- og finansieringsrelaterede karakter.

I årsrapporten for 2007 fremgår det dog i en fodnote til note 18 at: *"aftaler om brug af afledte finansielle instrumenter kun indgås med modparter med en kreditvurdering hos Standard & Poors på AA eller bedre"*.

Det vurderes derfor, at andre tilgodehavender med rimelighed kan antages, at indeholde poster af finansiell karakter. Da der ikke forligger yderligere oplysninger i årsregnskabet for DSV, er det valgt at klassificere posten som en del af finansieringen.

16) Likvide beholdninger og driftslikviditet

Det fremgår ikke af årsregnskabet for DSV hvor stor en del af den likvide beholdning, der relaterer sig til driften. Det vurderes dog at behovet i et selskab som DSV må være af en beskeden størrelse, og driftslikviditeten er derfor bestemt som én procent af nettoomsætningen¹⁶⁹.

Tabel 58: Bestemmelse af driftslikviditeten

Likvide beholdninger og driftslikviditet (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Likvide beholdninger i alt	385	407	383	516	367
Driftslikviditet, 1% af nettoomsætningen	230	320	349	374	361
Likvide beholdninger ekskl. driftslikviditet	155	87	34	142	6

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, egen tilvirkning

¹⁶⁹ T. Plenborg, 2007, s. 148

17) Udskudte skatteforpligtelser

Udskudte skatteforpligtelser er i regnskabet for DSV fordelt på følgende poster: Immaterielle aktiver, materielle aktiver, finansielle aktiver, kortfristede aktiver, hensatte forpligtelser, øvrige forpligtelser samt fremførselsberettigede skattemæssige underskud.

Det vurderes, at disse poster - med undtagelse af finansielle samt kortfristede skatteforpligtelser - er knyttet til driften. Det er derfor valgt, at foretage en rekassificering af de resterende poster til denne.

Tabel 59: Opdelingen af udskudte skatteforpligtelser på drift og finansiering

Udskudte skatteforpligtelser (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Immaterielle aktiver	59	180	150	265	294
Materielle aktiver	79	180	120	303	265
Finansielle aktiver	-	-	-	5	-
Kortfristede aktiver	-	2	-	-30	-22
Hensatte forpligtelser	-34	-36	-17	-57	-43
Øvrige forpligtelser	-7	-18	49	15	-21
Fremførselsberettigede skattemæssigt underskud	-	-	-2	-72	-24
Udskudte skatteforpligtelser i alt	97	308	300	429	449
Fordeling af udskudte skatteforpligtelser på drift og finansiering:					
Udskudte skatteforpligtelser, drift	97	306	300	454	471
Udskudte skatteforpligtelser, finansiering	0	2	0	-25	-22

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 16, egen tilvirkning

18) Hensatte forpligtelser

I den officielle balance for DSV er hensatte forpligtelser opdelt i henholdsvis langfristede og kortfristede forpligtelser. Denne opdeling er ikke nødvendig at foretage i den analytiske balance, hvorfor posterne er samlet under et.

Tabel 60: Hensatte forpligtelser, lang- og kortfristede

Hensatte forpligtelser (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Hensatte forpligtelser, langsigtede	131	269	178	379	562
Hensatte forpligtelser, kortfristede	24	81	147	288	373
Hensatte forpligtelser i alt	155	350	325	667	935

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 21, egen tilvirkning

Hensatte forpligtelser er i noterne til DSV's regnskab yderligere opdelt på omstrukturingsomkostninger, tabsgivende kontrakter, hensættelser vedrørende tvister og retssager samt øvrige hensatte forpligtelser.

Omstrukturingsomkostninger og tabsgivende kontrakter stammer primært fra købet af ABX Logistics og består hovedsagligt af henholdsvis fratrædelsesgodtgørelser og omkostninger fra opsagte leasingkontrakter samt tab på husleje¹⁷⁰, kunde- og leasingkontrakter¹⁷¹.

Hensættelser vedrørende tabsgivende kontrakter samt tvister og retssager består overvejende af eventualforpligtelser som følge af virksomhedsakkvisitioner samt nedrivningsforpligtelser, reklamationer og tvister vedrørende leverandører¹⁷².

Da hensatte forpligtelser vedrører DSV's primære drift klassificeres posten i det analytiske regnskab som en del af denne.

¹⁷⁰ Tabene på huslejekontrakter består af leje, som er over markedsværdien.

¹⁷¹ Tab på kunde- og leasingkontrakter skyldes, at de uundgåelige omkostninger overstiger indtjeningen.

¹⁷² DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 21

19) Finansielle forpligtelser

Finansielle forpligtelser er i regnskabet for DSV opdelt i henholdsvis langfristede og kortfristede forpligtelser. Denne opdeling er ikke nødvendig at foretage i den analytiske balance, hvorfor posterne er samlet under et.

Tabel 61: Finansielle forpligtelser, lang- og kortfristede

Finansielle forpligtelser (DKK mio.)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Finansielle forpligtelser, langsigtede	1.887	4.604	4.900	7.084	6.637
Finansielle forpligtelser, kortfristede	702	638	604	2.973	620
Finansielle forpligtelser i alt	2.589	5.242	5.504	10.057	7.257

Kilde: DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 22, egen tilvirkning

Finansielle forpligtelser vedrører lån og kreditter, finansiel leasing samt andre langfristede forpligtelser. Disse forpligtelser er alle rentebærende, og posten bevares derfor i den analytiske balance som en del af finansieringsaktiviteten.

20) Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg

Af regnskabet for DSV fremgår det af noterne, at forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg består af udskudt skat, finansiel leasing samt skyldig skat vedrørende ejendomme, som forventes frasolgt inden for de kommende 12 måneder¹⁷³.

I salgsåret, hvor ejendommene er registreret som bestemt for salg, formodes de dog ikke længere at bidrage væsentlig til værdiskabelsen. Posten klassificeres derfor som en del af finansieringsaktiviteten.

¹⁷³ DSV Årsrapport 2006 – 2009, note 17

21) Leverandørgæld

Leverandørgæld er i noterne til regnskabet opdelt i leverandørgæld, periodiserede omkostninger vedrørende igangværende speditioner samt anden gæld.

Med hensyn til leverandørgæld og periodiserede omkostninger vedrørende igangværende speditioner, så vurderes de at vedrøre den primære drift i DSV, ligesom det synes rimelig at antage, at de ikke er rentebærende.

Anden gæld er ikke yderligere beskrevet i regnskabet, men da den indgår sammen med leverandørgæld og periodiserede omkostninger vedrørende igangværende speditioner, vurderes det at vedrøre driften, og det er derfor valgt at foretage en reklassificering af hele posten fra finansieringen.

8.2.3 Beregning af nøgletal

Nøgletal					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	751	1.004	1.235	1.395	1.031
Investeret kapital	5.355	8.159	8.458	12.465	11.813
Afkastningsgraden (AG)		14,9%	14,9%	13,3%	8,5%
Nettorentebærende gæld i alt	2.032	4.315	4.809	8.608	6.283
Egenkapital i alt	3.323	3.844	3.649	3.857	5.530
Finansiel gearing (FGEAR)		0,9	1,2	1,8	1,6
Netto finansielle omkostninger efter skat	-19	-273	-175	-431	-791
Nettorentebærende gæld i alt	2.032	4.315	4.809	8.608	6.283
Nettolånerent (NLR)		-8,6%	-3,8%	-6,4%	-10,6%
Afkastningsgraden (AG)		14,9%	14,9%	13,3%	8,5%
Nettolånerent (NLR)		-8,6%	-3,8%	-6,4%	-10,6%
Rentemarginalen (SPREAD)		6,3%	11,0%	6,9%	-2,1%
Årets resultat	693	698	1.011	962	235
Koncernresultat	732	731	1.060	964	240
Aktionærerne i DSV A/S' andel af egenkapitalen	3.212	3.699	3.457	3.808	5.501
Egenkapital i alt	3.323	3.844	3.649	3.857	5.530
Minoritetsinteressernes andel (MIN)		0,9902	0,9987	1,0310	0,9874
Egenkapitalforrentning (EKF)		20,3%	28,3%	26,1%	5,16%

Overskudsgrad (OG)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	751	1.004	1.235	1.395	1.031
Nettoomsætning i alt	23.015	31.972	34.899	37.435	36.085
Overskudsgrad (OG)	3,3%	3,1%	3,5%	3,7%	2,9%

Omsætningshastighed (OH)					
Poster:	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning i alt	23.015	31.972	34.899	37.435	36.085
Investeret kapital	5.355	8.159	8.458	12.465	11.813
Omsætningshastighed (OH)		4,7	4,2	3,6	3,0

8.3 Risikotillæg

Risikotillæg ved forskellige kreditratings						
Kreditrating	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Risikotillæg (10 år)	0,45%	0,54%	0,63%	1,14%	2,55%	3,67%

Kilde: T. Copeland m. fl., s. 212, egen tilvirkning

8.4 Følsomhed ved ændring i beta og markedets risikopræmie

			β										
			0,74	0,78	0,83	0,88	0,93	0,98	1,03	1,08	1,13	1,18	1,23
			-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Markedets r.p.	4,9%	-25%	191,4	180,0	169,8	160,5	152,1	144,4	137,4	130,9	124,9	119,4	114,3
	5,2%	-20%	180,0	169,2	159,4	150,5	142,5	135,2	128,5	122,3	116,6	111,3	106,5
	5,5%	-15%	169,8	159,4	150,0	141,5	133,9	126,9	120,5	114,6	109,2	104,1	99,5
	5,9%	-10%	160,5	150,5	141,5	133,4	126,1	119,4	113,3	107,6	102,5	97,7	93,2
	6,2%	-5%	152,1	142,5	133,9	126,1	119,0	112,6	106,8	101,4	96,4	91,8	87,6
	6,5%	0%	144,4	135,2	126,9	119,4	112,6	106,5	100,8	95,7	90,9	86,5	82,5
	6,8%	5%	137,4	128,5	120,5	113,3	106,8	100,8	95,4	90,5	85,9	81,7	77,8
	7,2%	10%	130,9	122,3	114,6	107,6	101,4	95,7	90,5	85,7	81,3	77,2	73,5
	7,5%	15%	124,9	116,6	109,2	102,5	96,4	90,9	85,9	81,3	77,1	73,2	69,5
	7,8%	20%	119,4	111,3	104,1	97,7	91,8	86,5	81,7	77,2	73,2	69,4	65,9
8,1%	25%	114,3	106,5	99,5	93,2	87,6	82,5	77,8	73,5	69,5	65,9	62,6	