

A photograph of a blue DSV semi-truck parked on a paved area in front of a modern, multi-story building with a white and dark facade. The sky is clear and blue. A large purple graphic overlay is on the left side of the image, containing the text 'DSV offers for PANALPINA' in white.

**DSV
offers for
PANALPINA**

HVILKEN BETYDNING HAR ET OPKØB AF PANALPINA FOR VÆRDIEN AF DSV?

HD Finansiering - Hovedopgave
Copenhagen Business School
Forfatter: Thomas Hald Hellmuth
Vejleder: Oliver Sjølin
Studienummer: 117759
Afleveringsdato – 2. Maj 2019
Anslag – 109.887

Indholdsfortegnelse

Indledning	4
Problemfelt	5
Problemformulering	5
Metode og modelvalg	6
Kvantitativ analyse	6
Porters Five Forces	6
Ansoffs Vækststrategi.....	6
SWOT	6
Strategiske value drivers	7
Reformulering af resultatopgørelsen	7
Reformulering af balancen.....	7
Rentabilitetsanalyse	7
Regnskabsmæssige value drivers.....	7
Værdiansættelse	8
Discounted Cash Flow (DCF).....	8
Residual indkomstmodellen (RIDO)	8
Videnskabsteori	8
Afgrænsning	9
Opgavens opbygning	11
Virksomhedsbeskrivelse	12
Strategisk analyse	14
Porters Five Forces-analyse	14
Potentielle indtrængere	15
Kunder	16
Substituerende produkter	16
Leverandører	17
Ansoffs vækststrategi	17
SWOT-analyse	19
Stærke sider.....	19
Svage sider.....	20
Muligheder.....	21
Trusler	22
DSV's strategiske value drivers (delkonklusion)	23
Regnskabsanalyse	23
Reformulering af resultatopgørelsen	24
Indeksring af resultatopgørelsen	24
Enhedsopdeling.....	25
Reformulering af balancen	27
Reformulering af egenkapitalen	30
Rentabilitetsanalyse ud fra Dupont-pyramiden	32
DSV's finansielle value drivers	35
Budgettering	35

Værdiansættelse af DSV i nuværende situation	39
WACC	39
Vægte	39
CAPM	40
Afkastkrav på fremmedkapitalen	42
Skattesats	42
Estimering af WACC	43
DCF	43
RIDO	43
Introduktion til Panalpina	44
Virksomhedsbeskrivelse	44
Regnskabsanalyse	45
Indeksring af resultatopgørelsen	45
Reformulering af balancen	46
Rentabilitetsanalyse	48
Værdiansættelse af Panalpina	49
WACC	49
Vægte	49
CAPM	50
Afkastkrav på fremmedkapitalen	50
Skattesats	50
Estimering af WACC	51
Forudsætning for værdiansættelse	51
DCF	52
RIDO	52
Forudsætning for opkøbet af Panalpina	53
Udstedelse af nye aktier	53
Netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser	54
Fordeling af omsætning	54
WACC	54
Vægte	54
CAPM	55
Afkast til fremmedkapital	55
Skattesats	55
Estimering af WACC	55
Værdiansættelse af DSV efter opkøbet af Panalpina	55
Base case	56
Budgetperiode	56
Værdiansættelse Discounted Cash Flow og RIDO	58
Best case	59
Worst case	60
Værdiansættelse af DSV ved alternativ kapitalstruktur	62
Følsomhedsanalyse	62

Model kritik	64
Discounted Cash flow	65
Residualindkomstmodellen.....	65
Konklusion	66
Litteraturliste.....	68
Bøger.....	68
Artikler og hjemmesider.....	68
Andet.....	69
Regnskaber.....	70
Bilag.....	71
Excel ark – Panalpina Regnskab og værdiansættelse	71
Årsregnskab	71
Reformulering.....	72
Rentabilitet.....	75
CAPM	76
WACC	76
Værdiansættelse	76
Excel ark – DSV Panalpina Budget RIDO DCF.....	78
Årsregnskab	78
Reformuleret resultatopgørelse og balance.....	80
Rentabilitetsanalyse	83
CAPM	84
WACC	84
Basecase.....	84
DSV – Panalpina konsolidering.....	86
CAPM og WACC efter opkøb.....	86
Base Case efter opkøb.....	87
Best case efter opkøb	88
Worst case efter opkøb	90

Indledning

DSV A/S er en solstrålehistorie i dansk erhvervsliv. Der var formentlig ikke mange, som havde forudset, at DSV A/S, der blev stiftet i 1976 af 10 selvstændige vognmænd under navnet De Sammensluttede Vognmænd, på blot 42 år skulle formå at generere en omsætning på mere end 79 milliarder danske kroner og have en indtjening før renter, skat og særlige poster på 5,5 milliarder danske kroner. DSV A/S var ved udgangen af 2016 den 6. største danske virksomhed målt på omsætning, kun overgået af:

- A.P. Møller – Mærsk A/S – 192 milliarder danske kroner
- Novo Nordisk A/S – 111 milliarder danske kroner
- ISS A/S – 79 milliarder danske kroner
- Vestas Wind Systems A/S – 76 milliarder danske kroner
- Arla Foods A.m.b.a – 71 milliarder danske kroner.

DSV A/S var i 2017 målt på omsætning det femte største fragtfirma i verden, kun overgået af DHL Logistics, Kuehne + Nagel, DB Schenker og C.H. Robinson. Det estimeres, at DSV A/S har cirka 2% af det samlede marked, og at de tyve største fragtfirmaer samlet har 30% af markedet¹.

DSV A/S er blandt de mest aktive danske selskaber i forhold til akkvisitioner og har siden stiftelsen opkøbt mere 50 selskaber, hvor der blandt de mest markante kan nævnes:

- DFDS – 2000 – 5,5 milliarder danske kroner²
- Frans Maas – 2006 – 3,2 milliarder danske kroner³
- ABX Logistics – 2008 – 5,6 milliarder danske kroner⁴
- UTi Worldwide – 2016 – 8,8 milliarder danske kroner⁵.

¹ Investor presentation CBS 13. november 2018, side 13 – af Flemming Ole Nielsen DSV

² <https://www.kfst.dk/afgoerelser-ruling/konkurrenceomraadet/afgoerelser/2000/dsvs-overtagelse-af-dfds-dan-transport-group/>

³ https://penge.borsen.dk/artikel/1/134483/dsv_klar_til_flere_milliard-opkob.html

⁴ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/dsv-formand-endelig-lykkes-det>

⁵ <http://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/News/2015/Oktober/DSV-indgaar-aftale-om-kob-af-UTi-Worldwide-Inc>

DSV A/S har igen fundet en ny virksomhed, de ønsker at overtage, og i den forbindelse er deres kærlighed faldet på deres schweiziske konkurrent Panalpina, som i 2017 var den 14. største transportvirksomhed med en omsætning på 5,6 milliarder amerikanske dollars. Det kom frem i starten af 2019, at DSV A/S havde budt tæt på 28 milliarder danske kroner for Panalpina svarende til 180 schweizerfranc pr. aktie⁶, og dette betyder, at det vil være DSV A/S' største opkøb nogensinde.

Problemfelt

DSV A/S har historisk været gode til at integrere opkøbte selskaber i deres organisation, og de har næsten været en lang succeshistorie siden stiftelsen i 1976, men hvilken betydning vil et historisk stort opkøb af Panalpina få for DSV A/S? Hvilke ændringer vil det få for DSV A/S' værdiansættelse, hvis de køber Panalpina? Hvordan vil deres kapitalstruktur ændres? Hvor sårbare vil de blive ved mindre justeringer i nøgletal som WACC og Overskudsgraden?

Ovenstående undren har ført mig frem til nedenstående problemformulering:

Problemformulering

Hvilken betydning vil et opkøb af Panalpina have for værdiansættelse af DSV?

For at kunne besvare ovenstående problemformulering vil følgende blive undersøgt:

- Hvad er DSV's strategiske value drivers?
- Hvad er DSV's regnskabsmæssige value drivers?
- Hvad estimeres DSV's nuværende værdi at være?
- Hvad er fair value for Panalpina?
- Hvad er Best, Base og Worst case efter opkøbet af Panalpina?
- Hvilken betydning har en alternativ kapitalstruktur?
- Hvor stor en betydning har ændringen i WACC og Overskudsgraden?

⁶ <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2019/02/15/nyt-dsv-bud-paa-panalpina/13974554>

Metode og modelvalg

Problemformuleringen vil løses ved hjælp af kvalitativ og kvantitativ metode, og hvor den strategiske analyse vil udgøre den kvalitative del af opgaven, så vil den kvantitative del være regnskabsanalysen. Al data vil være sekundær, og store dele af dataene kommer fra virksomheden, hvilket betyder, at behovet for kildekritik er stort. Analysen af DSV vil udelukkende blive foretaget på koncernniveau.

Kvantitativ analyse

Opgaven vil tage udgangspunkt i kvantitativ metode, i og med det er historisk indsamlet data, og at der ikke er foretaget individuelle interviews. Opgaven vil indeholde nedenstående modeller.

Porters Five Forces

For at kunne analysere konkurrencesituationen i markedet vil der ved hjælp af Porters Five Forces blive belyst følgende elementer:

- Potentielle nye udbydere
- Kundens forhandlingssituation
- Truslen for substituerende produkter
- Leverandørens forhandlingssituation.

Ansoffs Vækststrategi

For at vurdere DSV's mulighed for vækst i fremtiden vil der via Ansoffs Vækststrategi blive vurderet de teoretiske muligheder.

SWOT

Ved hjælp af de ovenstående modeller vil der blive udarbejdet en SWOT-analyse, som vil belyse de interne og eksterne forhold i virksomheden. De interne forhold vil blive belyst via de stærke og svage sider, hvor de eksterne forhold vil blive belyst via muligheder og trusler.

Strategiske value drivers

De valgte strategiske modeller vil belyse de value drivers, der er gældende for DSV's fremtidige og nuværende drift, dette vil blive understøttet i budgetperioden.

Reformulering af resultatopgørelsen

Formålet med at reformulere DSV's resultatopgørelse er at få belyst, hvor indtjeningen kommer fra, og hertil få indekseret den udvikling, som skabes. Dette gør, at der ved budgetperioden i højere grad kan dokumenteres den forventede vækst i de forskellige enheder.

Reformulering af balancen

Ved en reformulering af balance opnås en "ren" balance, der i modsætning til den traditionelle opdelte balance udelukkende tager udgangspunkt i følgende:

Aktiver:

- Driftsaktiver
- Finansielle aktiver

Passiver:

- Driftsforpligtelser
- Finansielle forpligtelser
- Egenkapital.

Rentabilitetsanalyse

Efter udarbejdelsen af reformuleringen af resultatopgørelsen og balancen vil der ud fra Dupont-modellen blive udarbejdet en rentabilitetsanalyse, som kan belyse de historiske nøgletal og give en indikation af fremtiden.

Regnskabsmæssige value drivers

Ud fra den reformulerende resultatopgørelse og balance, herefter rentabilitetsanalysen, vil der kunne blive belyst de regnskabsmæssige value drivers, som vil blive brugt i budgetperioden på samme måde som de strategiske.

Værdiansættelse

Ved hjælp af de strategiske og regnskabsmæssige value drivers vil der blive udarbejdet værdiansættelse på forskellige stadier:

1. Værdiansættelse af DSV – nuværende situation
2. Værdiansættelse af Panalpina – nuværende situation
3. Værdiansættelse af DSV – efter opkøb af Panalpina
 - a. Base case
 - b. Best case
 - c. Worst case.

Der vil blive udarbejdet en værdiansættelse i alle 3 stadier efter 2 modeller, DCF og RIDO. Begge modeller vil gøre brug af identiske budgetperioder, vækst i terminalperiode og WACC.

Discounted Cash Flow (DCF)

Modellen vil belyse værdien af DSV og Panalpina ud fra en tilbagediskontering af det budgetterede cashflow. DCF-modellen er blandt de mest brugte modeller inden for finansiering⁷.

Residual indkomstmodellen (RIDO)

For at kunne supplere DCF-modellen vil RIDO blive benyttet. RIDO tager i højere grad udgangspunkt i den bogførte balance og hertil residualoverskuddet. Modellen vil alt andet lige have en lavere terminalværdi end DCF-modellen.

Videnskabsteori

Denne opgave skrives ud fra det realistiske paradigme, hvilket betyder, at den paradigmatiske tilgang vil være funktionalistisk. Den valgte ontologi vil være rationel og summativ, og epistemologien vil være objektiv og afhængig af bevidstheden.

Det er valgt at skrive ud fra det realistiske paradigme kontra det konstruktivistiske paradigme grundet, at opgaven vil være objektiv, og det vurderes, at der er et rigtigt svar, på trods af at dele af den

⁷ <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/investment-banking-technical-training/discounted-cash-flow-analysis/>

strategiske analyse vil være subjektiv. Det betyder dog at opgaven skrives ud fra en positivistisk tilgang. Ligeledes vil værdiansættelsen have parametre af subjektivitet, dog bygges de på en objektiv analyse af de strategiske og regnskabsmæssige value drivers.

Det realistiske paradigme er kendetegnet ved⁸:

- En objektiv virkelig findes
- Desto mere objektivt, desto bedre videnskab.

Hvor det konstruktivistiske paradigme er kendetegnet ved⁹:

- Der er ingen sandheder
- Objektivitet er en illusion
- Ethvert bud på virkeligheden er fortolket og forhandlet.

Opgaven bygger på bred post data, hvor den primære kilde er DSV A/S og Panalpina, som dog er revideret af selskabernes interne og eksterne revisorer, hvorfor udelukkende udtagelserne i regnskabet kan indeholde subjektive holdninger.

Afgrænsning

De valgte modeller og metoder vil blive kort forklaret i opgaven, men det forventes, at læser af dette afgangsprojekt er bekendt med den grundlæggende og valgte teori, som ligger bag en værdiansættelse.

Opgaven tager primært udgangspunkt i historiske offentligt tilgængelige data, og den eneste data, som ikke er offentlig tilgængelig, er:

- Investor Presentation 13. november 2018, af Flemming Ole Nielsen, DSV
- Analysetilgang 27. november 2018, af Ricky S. Rasmussen, Nykredit.

Al data, der er offentligt tilgængelig, vil blive behandlet ud fra det beskrevne afsnit "Kildekritik".

⁸ Planchesæt HD2, Organisation og Ledelse WS-3 – Villy Dyhr, Kim Buch & Michael Steffensen

⁹ Planchesæt HD2, Organisation og Ledelse WS-3 – Villy Dyhr, Kim Buch & Michael Steffensen

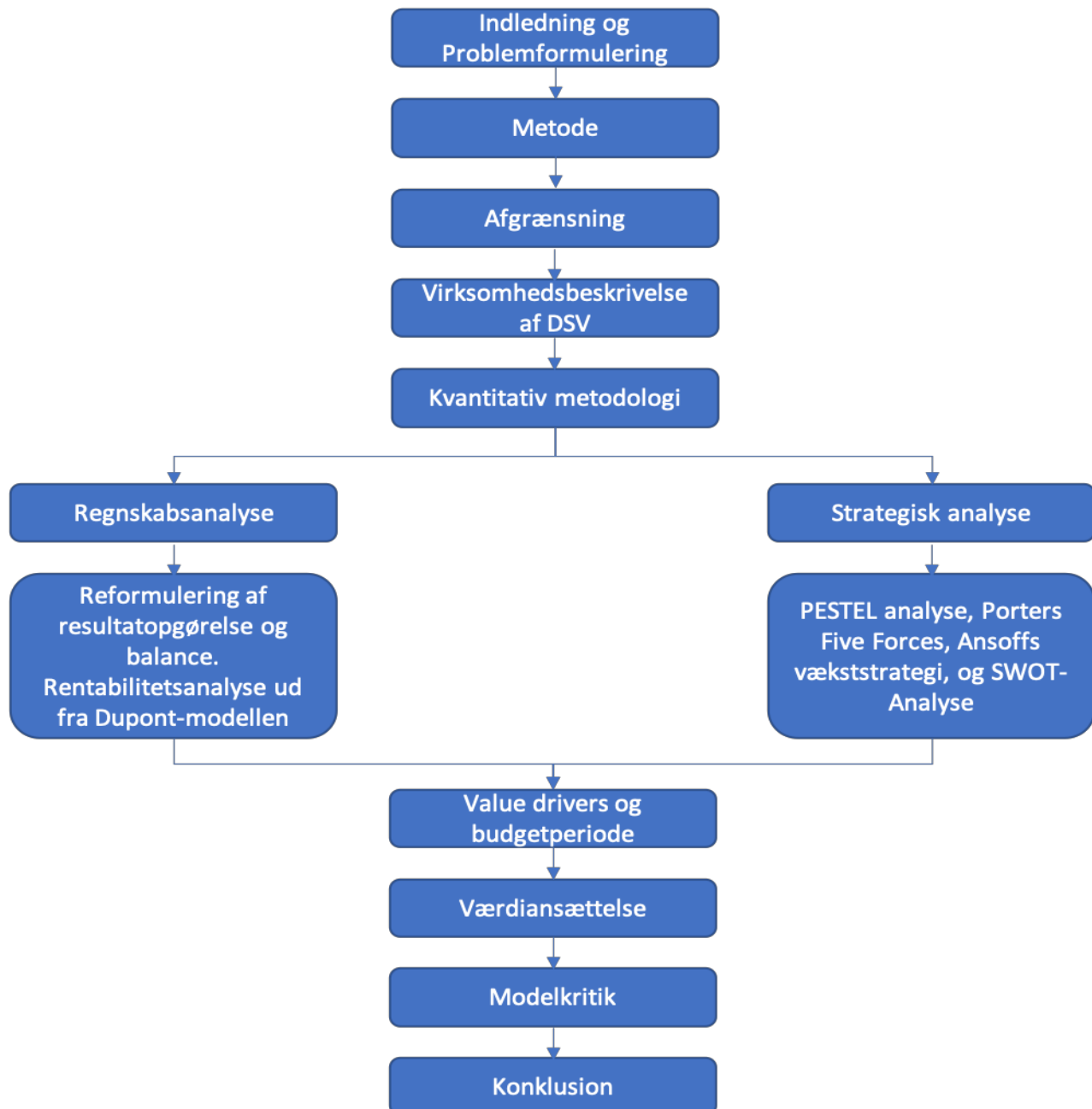
DSV A/S' organisation vil ikke blive beskrevet, da det forventes, at læser er bekendt med virksomheden.

Der vil ikke blive udarbejdet en strategisk analyse af Panalpina, idet opgaven ikke er tænkt som en akkvisitionsopgave, men en ren værdiansættelsesopgave af DSV A/S efter et potentielt opkøb af Panalpina. Det betyder også, at der i og med at DSV og Panalpina opererer på samme marked, vil blive taget højde for tilsvarende vækst, dog med forbehold for forskellen i størrelse og historisk økonomisk performance. Der vil ikke blive udarbejdet samme mængde regnskabsmæssige data af Panalpina som ved DSV A/S.

Regnskabsanalysen af DSV A/S udarbejdes på baggrund af ultimo regnskabstal, og der ligger 30 dage før aflevering ikke Q1-regnskab.

Der tages udgangspunkt i en 10-årig budgetperiode for, at DSV efter opkøbet kan komme ind i "Steady state", en længere periode vil være med større risiko og usikkerhed, hvorimod en kortere på for eksempel 5 år ikke vil være tilstrækkelig.

Opgavens opbygning

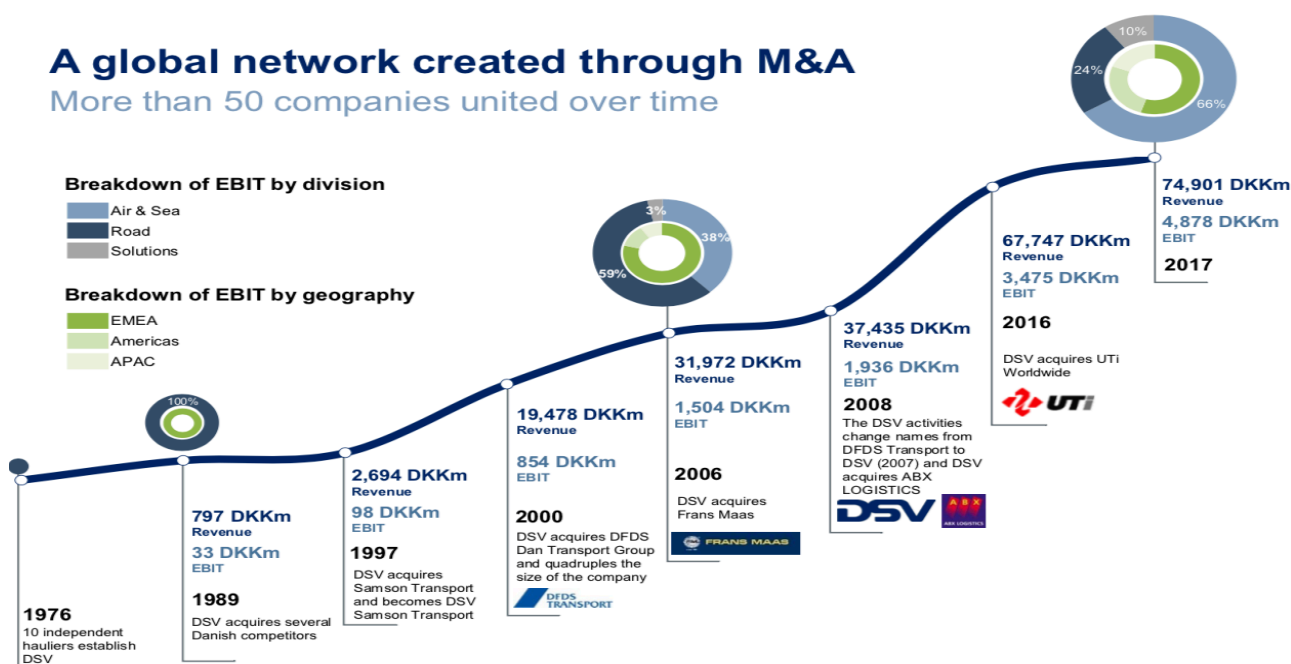


Virksomhedsbeskrivelse

DSV A/S blev i 1976 stiftet af 10 uafhængige vognmænd under navnet De Sammensluttede Vognmænd af 13-7 1976 A/S. Formålet bag stiftelsen var at mindske egen risiko ved at indføre en Asset light model og bruge tankegangen, ”Det er bedre at leje end at eje”. Dette betød, at DSV i høj grad brugte selvstændige vognmænd til at løse deres opgaver og på denne måde kunne skalere forretningen i højkonjunkturer, og i lavkonjunkturer havde de ikke bundet hele deres kapital i en stor balance.

DSV A/S blev noteret på Københavns Fondsbørs i 1987¹⁰ og er i dag en del af C25-indekset, som er de mest omsatte aktier.

DSV A/S har siden stiftelsen foretaget mange opkøb af diverse konkurrenter for i højere grad at konsolidere sig i markedet. Blandt de mest markante kan nævnes DFDS i 2000, som kostede 5,5 milliarder kroner og løftede selskabets omsætning og indtjening før skat til det firdobbelte. DSV A/S har siden da optaget flere akkvisitioner, som er illustreret herunder:



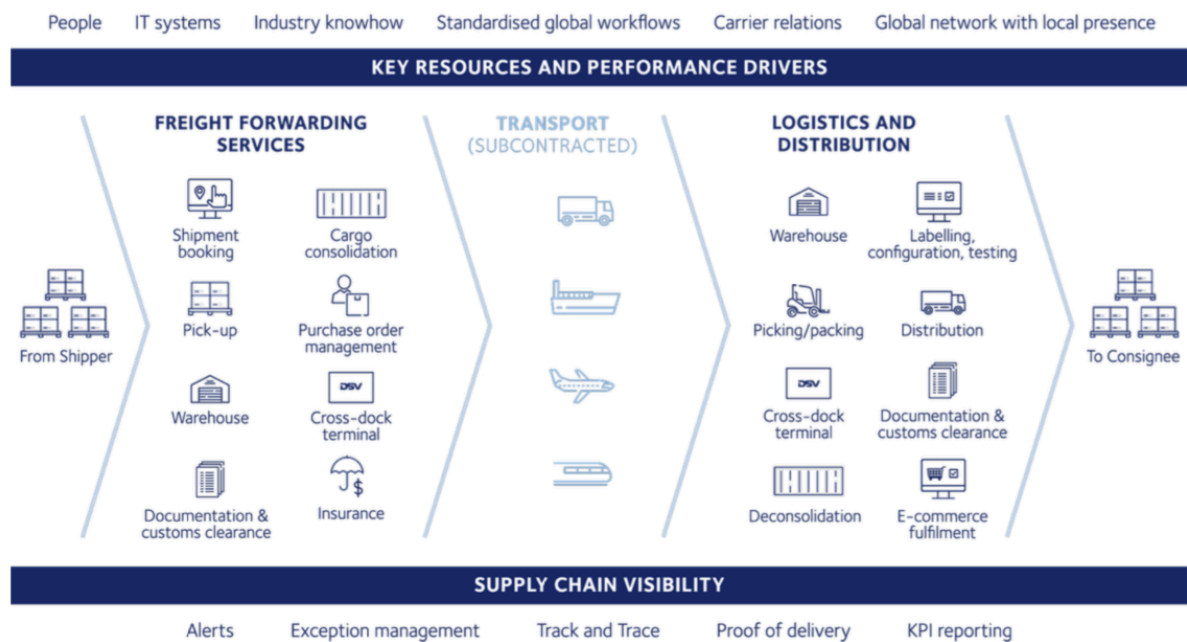
11

Som det ses af ovenstående illustration, har DSV A/S formået næsten at 100-doble deres omsætning fra 1989 til 2018, og deres indtjening før renter, skat og særlige poster (EBIT) er i samme periode blevet 165 gange større. DSV A/S har i perioden udviklet sig betragteligt og har blandt andet fået nye ydelser på deres produktpalette, men tankegangen er det samme; ”det er bedre at leje end at eje”.

¹⁰ <http://www.dk.dsv.com/om-dsv/Vision/Historie>

¹¹ Investor presentation CBS 13. november 2018 side 7 – af Flemming Ole Nielsen DSV

DSV A/S er en global logistik- og transportkoncern, de opererer i mere end 80 lande, og de har mere end 1.000 terminaler, kontorer og lagerenheder fordelt ud over hele kloden. DSV er bygget op omkring 3 enheder; Air&Sea, Road og Solutions, på denne måde kan de servicere deres kunders fulde værdikæde, som det er illustreret nedenfor:



12

DSV A/S kan, som belyst ovenfor, hjælpe deres kunder, uagtet om de er baseret i Asien eller Europa, med et komplet setup, der betyder, at hvis kunden skal have fragtet noget gods, kan de blot kontakte DSV A/S, og de kan hjælpe dem i alle aspekter, uagtet om det er transport, opbevaring, forsikring eller pakning. Det betyder, at DSV A/S har en stærk position i det nuværende marked inden for Business to Business.

DSV A/S arbejder ud fra en asset light model, ”det er bedre at leje end at eje”, hvilket betyder, at de på samme måde som ved stiftelsen kan skalere deres forretning efter konjunkturerne. Dog er deres solutions-ydelse en smule modstridende, i og med at dette kræver, at de har tilstrækkeligt med lokationer fordelt på verdensplan, dog er størstedelen af disse leaset med ukendte opsigelsesvilkår.

¹² Investor presentation CBS 13. november 2018 side 6 – af Flemming Ole Nielsen DSV.

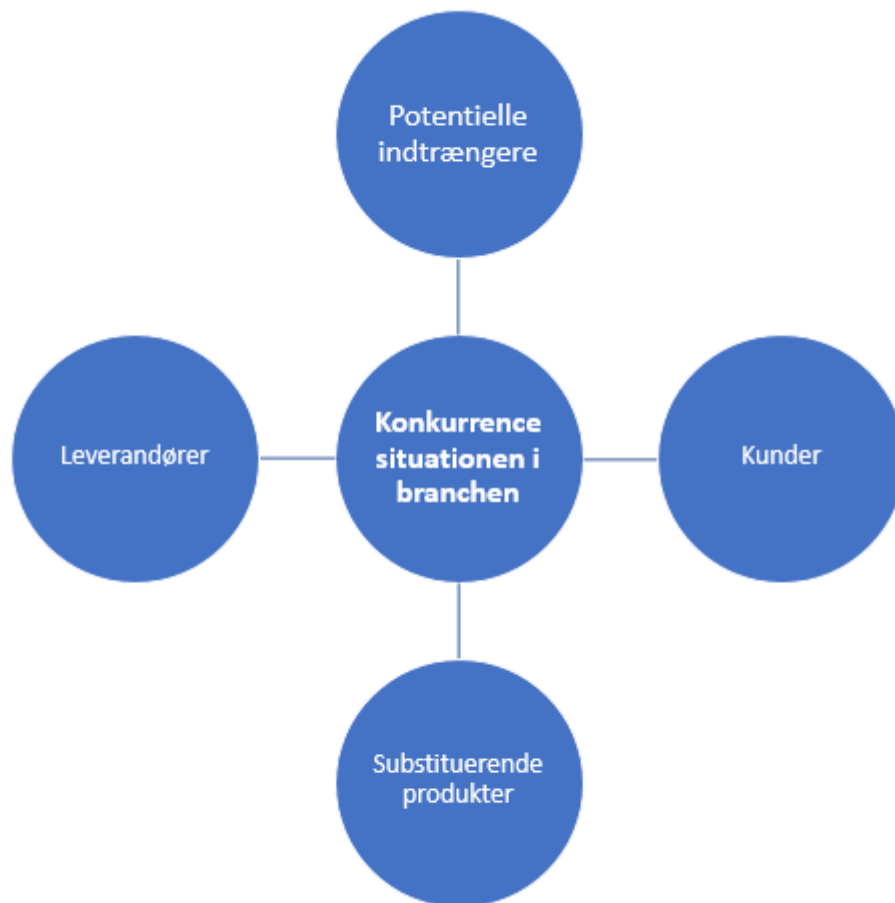
Solutions er stadig en mindre del af DSV A/S' forretning, som stadig primært udgøres af transportdelen Road og Air & Sea.

Strategisk analyse

For at kunne estimere DSV A/S' fremtidige vækst ud fra anden data, der ikke er finansiel, udarbejdes der en strategisk analyse, som vil belyse DSV A/S' omverden i form af en PESTEL-analyse, konkurrencesituationen i markedet, der vil blive analyseret ud fra Porters Five Forces, DSV A/S muligheder for fortsat vækst, der vil blive vurderet ud fra Ansoffs vækstmatrice, en vurdering af deres ydelsers fremtid, som vil blive visualiseret via Bostonmatricen, og en sammenfatning i form af en SWOT-analyse, der til sidst vil konkludere, hvilke value drivers der er gældende for DSV A/S og deres marked.

Porters Five Forces-analyse

For at belyse de eksterne faktorer i forhold til konkurrencesituation i Transport- og logistikbranchen har jeg valgt at benytte Porter Five Forces, der ud fra 4 elementer vil determinere konkurrencen.



13

Potentielle indtrængere

Truslen for nye udbydere vurderes til at være begrænset, i og med der er behov for en stor mængde kapital for at indtrænge på transport- og logistikmarkedet. Der vil være behov for at kunne tilbyde en tilsvarende produktpalette som DSV A/S, og denne indeholder:

- Air
- Sea
- Road
- Solutions.

¹³ <https://www.lucidchart.com/blog/what-is-strategy>

Hvilket betyder, at en ny udbyder i markedet vil skulle opbygge en flåde af skibe, fly, lastbiler og lagerenheder. Dette vurderes at være relativt udfordrende. Dertil vil det være svært at udfordre DSV A/S grundet deres størrelse og lange erfaring.

Det vurderes dog sandsynligt, at der kan komme udbydere inden for elementer af DSV A/S' forretning. Man har løbende i andre brancher, som for eksempel den finansielle, set Fintech-selskaber, der overtager dele af bankernes værdikæde, nogle eksempler er Mobile Pay, der har mere end 4 millioner downloads i Danmark, og der blev foretaget 200 millioner transaktioner, svarende til 65 milliarder kroner i 2018 ¹⁴. Det er muligt, at der kan komme en tilsvarende udbyder i transport- og logistikbranchen, som vil gå ind og tage markedsandele fra DSV A/S, dog vurderes det usandsynligt, at en ny udbyder vil kunne konkurrere på hele paletten.

Kunder

Truslen fra DSV A/S' kunder vurderes til medium, da DSV A/S står ganske gunstigt grundet deres lange historik og deres store størrelse. DSV A/S er den største udbyder i Skandinavien, hvilket betyder, at de ofte er det naturlige valg for de skandinaviske kunder. Dertil tilbyder DSV A/S en komplet løsning til deres kunder, som er illustreret i virksomhedsbeskrivelsen, og det betyder også, at hvis kunderne skal vælge en anden udbyder end DSV A/S, så skal de potentielt vælge flere udbydere og øger dermed deres risiko for fejl grundet, at flere eksterne parter skal ind over samme ydelse. I og med at DSV A/S tilbyder en komplet løsning, blandt andet via deres solutions-enhed, har de differentieret sig fra deres konkurrenter. DSV A/S er ikke afhængig af enkelte kunder og har derfor en god spredning, de vil ligeledes kunne skalere forretningen op og ned ved ændring i kundeantallet, dette skyldes, at DSV A/S benytter sig af Asset light-tilgangen, og at de i stor stil benytter sig af eksterne partnere. Dette betyder, at den største risiko i forhold til deres kunder er, at de vælger en konkurrent, der har samme tilstedeværelse i de samme områder som DSV A/S og kan tilbyde de samme ydelser.

Substituerende produkter

Transport- og logistikbranchen vurderes svær at substituere, grundet at der alt andet lige altid vil skulle fragtes gods fra A til B, men den teknologiske udvikling kan ændre måden, som gods i fremtiden vil blive transporteret på. 3D-printere formåede allerede i 2015 at producere en bil¹⁵, hvilket

¹⁴ <https://www.finansforbundet.dk/da/nyheder-aktuelt/Sider/Mobilepayerdanskernesmestpopulaereapp.aspx>

¹⁵ <http://nyheder.tv2.dk/forside/2015-01-13-du-kan-koebe-verdens-foerste-3d-printede-bil-allerede-i-aar>

betyder, at der allerede er alternativer til at købe biler, der ellers skal produceres på fabrikker og transporteres fra Asien til Europa. Udviklingen i teknologien gør, at gods, der ellers tidligere skulle fragtes med fly, både eller lastbiler, og der eventuelt skulle i gennem en af DSV A/S' solutionsenheder, nu kan produceres direkte hos forbrugeren, og dette betyder, at værdikæden kan blive ændret fra B2B til B2C, og slutbrugeren udelukkende skal bruge en 3D-printer i sit hjem og ikke længere skal ud og handle i almindelige detailvirksomheder, der får leveret deres varer af DSV A/S. 3D-printere kan udover at lave biler også printe bygninger og metalkomponenter til luftfart¹⁶, dette er ellers enheder, som historisk altid har haft en fragtproces. 3D-printere vurderes til at være en teknologi, der på sigt kan udfordre DSV A/S' forretningsgrundlag.

Leverandører

Det vurderes, at DSV A/S befinder sig i en stærk forhandlingssituation i forhold til deres leverandører. DSV A/S benytter sig primært af underleverandører i form af lokale vognmænd, og grundet DSV A/S' størrelse vil de alt andet lige fortsætte med at modtage de store ordrer, hvilket betyder, at de lokale vognmænd er nødsaget til at samarbejde med DSV A/S. Dog er det væsentligt, at de tilbyder konkurrencedygtige vilkår. Risikoen er dog tilstede for, at deres konkurrenter vælger at opkøbe deres underleverandører, og dette kan betyde, at DSV A/S er nødsaget til at øge deres lønninger til vognmænd grundet, at udbuddet af chauffører er lavere. Det vurderes dog usandsynligt, at en konkurrent vil opkøbe mindre vognmænd.

Ansoffs vækststrategi

DSV A/S har som beskrevet i virksomhedsbeskrivelsen formået at 100-doble deres omsætning. Dette har de gjort ved at har en klar strategi for, hvordan de skal vokste. For at kunne klargøre de teoretiske muligheder for fremtidig vækst har jeg valgt at benytte Ansoffs vækstmatrice:

¹⁶ <https://www.dtu.dk/om-dtu/nyheder-og-presse/dynamol/2017/05/3-tema-syv-ting-man-kan-3d-printe?id=59e99021-21bf-40e7-b3f5-5d8dd98e7bd0>

Ansoffs Vækstmatrice		Produkt	
		Nuværende produkter	Nyt produkt
Marked	Nuværende marked	Markedspenetrering	Produktudvikling
	Nyt marked	Markedsudvikling	Diversifikation

Modellen er bygget op omkring 4 forskellige strategier:

- Markedspenetrering
- Produktudvikling
- Markedsudvikling
- Diversifikation.

DSV A/S har historisk gjort brug af flere af de ovenstående strategier, da de løbende har øget deres markedsandel på deres nuværende marked, de har udvidet deres geografiske område og har tilkøbt nye ydelser i form af deres solutions.

DSV A/S vurderes at være en global spiller, hvorfor de i fremtiden ikke vil kunne udvikle deres marked. Det vurderes ligeledes ikke, at de kan lave en diversifikation med et nyt produkt til et nyt marked. Den strategi, som DSV A/S løbende primært har fulgt, er Markedspenetrering. De har gennem deres levetid haft overtaget eller fusioneret med mere end 50 virksomheder, hvilket betyder, at de har øget deres markedsandel. DSV A/S har pr. 2017 2% af den samlede markedsandel¹⁷, hvilket betyder, at der er mulighed for at tage en endnu større del af det bestående marked. DSV A/S er målt på omsætning den 5. største virksomhed inden for logistik og transport pr. 2017¹⁸, og med et potentielt opkøb af Panalpina vil de alt andet lige blive den 3. eller 4. største virksomhed, og deres markedsandel vil øges med cirka et procentpoint. Med en strategi som Markedspenetrering er DSV A/S nødsaget

¹⁷ Investor presentation CBS 13. november 2018 side 13 – af Flemming Ole Nielsen DSV

¹⁸ Investor presentation CBS 13. november 2018 side 13 – af Flemming Ole Nielsen DSV

til løbende at foretage opkøb for at kunne fortsætte deres vækst. Denne strategi har tidligere vist sig at være yderst lukrativ for DSV A/S, men det betyder også, at der løbende er behov for likviditet til at foretage de rette opkøb, og de har behov for at kunne integrere de opkøbte virksomheder hurtigt og succesfuldt.

SWOT-analyse

SWOT-analysen har til formål at sammenfatte de interne forhold i DSV A/S-koncernen, som kommer til udtryk ved de stærke og svage sider. Dertil vil den belyse de eksterne faktorer, der gør sig gældende via deres muligheder og trusler.

Styrker (S)	Svagheder (W)
• Asset light • Succesfulde integrationer ved opkøb • Full scale servicevirksomhed • Omkostningsstyring • Stor tilstedeværelse • Jernbanetransport	• Solutions er ikke en "Asset light" forretning • Afhængige af nøglepersonale i forbindelse med opkøb
Muligheder (O)	Trusler (T)
• Øget globalisering • Nye markeder, herunder Afrika • Teknologisk udvikling	• Teknologisk udvikling • Markedsindtrængning fra eksterne konkurrenter • Stor konkurrence • Svækket EU, herunder et hårdt "Brexit" • Brændstofpriser • Økonomien i Sydeuropa • Handelskrig • Politiske reguleringer i forhold til road transport

Stærke sider

DSV A/S største force vurderes til at være deres Asset light-model, som bygger på teorien, at det er bedre at leje end at eje. Styrken ved dette, er at i en eventuel tilbagegang i konjunkturerne, så vil DSV A/S have mulighed for at opsige deres leasing aftaler, som vurderes at være billigere end hvis DSV A/S selv ejede deres materiel. Dertil er fordelene, at en skalering på nye markeder og/eller penetrering af eksisterende kan foretages uden likviditetstunge investeringer. Asset light-modellen gør at DSV

A/S kan bibeholde deres høje overskudsgrad, grundet de ikke har regnskabstekniske afskrivninger, som påvirker dit EBIT. Asset light-modellen gør dermed DSV A/S mere fleksible og omstillingsparat ved skiftende konjunkturer. Der har i de seneste år, været en øget tendens til, at større virksomheder, herunder banker, har benyttet sig af Asset light-modellen og blandt andet solgt deres domicilejendomme¹⁹.

DSV A/S en yderst positiv track record og væksten i virksomheden har ikke alene været drevet af opkøb. De har formået at tage markedsandele i et særdeles konkurrencepræget marked, og i og med de tilbyder en komplet løsning til deres kunder i form af fragt, opbevaring og juridiske dokumenter, hvilket giver deres kunder en mulighed for et "one stop shopping". Dette gør samtidig entry barrieren højere for nye konkurrenter og reducerer dermed antallet af direkte sammenlignelige konkurrenter. DSV A/S store tilstedeværelse i markedet gør også, at de en trusted partner for deres kunder.

DSV A/S har med mere end 50 opkøb og fusioner, stor erfaring med at udvælge, eksekvere og integrere target virksomheder. Særligt integrationsprocessen er essentiel i relation til, at gøre en overtagelse profitable og succesfuld.

DSV A/S har formået, i forbindelse med deres opkøb, at tilpasse der omkostninger og opnå synergier, dette bliver beskrevet yderligere i regnskabsanalysen.

DSV A/S tilbyder også deres kunder jernbanetransport²⁰. Det betyder de har et grønner alternativ til vejtransporten, hvilket forventeligt bliver et større konkurrenceparameter i fremtiden med den øgede fokus på nedbringelse af CO2 udledning.

Svage sider

DSV A/S har oplevet en stor vækst i deres Solutionsdel, som blandt andet indebærer, at der er opbevaring af gods i en af DSV A/S' lokale enheder. Dette tilbud betyder, at i takt med en større efterspørgsel og øget udbud fra DSV A/S, vil være behov for flere lokaleenheder fordelt ud over Europa. Flere enheder vil dog også udfordre DSV A/S' asset light- model. På trods af at de vælger at lease lokaler og maskiner til Solutions, vil disse blive aktiveret i balancen efter de nye IFRS 16-standarder²¹, og dermed vil DSV's overskudsgrad alt andet lige falde grundet en større balance.

¹⁹ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/danske-bank-saelger-historisk-hovedsaede-i-milliardhandel>

²⁰ <http://www.dk.dsv.com/banetransport/banetransport-i-Europa>

²¹ <https://www.pwc.dk/da/nyt/2016/leasingstandard-ifs-16.pdf>

DSV A/S har i stor stil benyttet sig af vækststrategien, Markedspenetrering med stor succes. Dog vil fremtidige akkvisitioner være afhængige af at de forsat kan bibeholde de rette interne kompetencer. Hvis DSV A/S i fremtiden mister deres nøglepersonel i forhold til akkvisitionerne, kan dette betyde at de i højere grad ikke kan formå at udvælge de rette virksomheder og integrere den hurtigt.

Muligheder

Verden er blevet en stor markedsplads, grundet den øgede tendens til globalisering. Dette har allerede haft en positiv betydning for DSV A/S, og vil forventeligt øge efterspørgsel efter deres ydelse for fragt af gods og logistik løsninger globalt. Et kontinent som afrika og særligt den sydelige del, har ikke oplevet den samme udvikling, som resten af verden, her tænkes særligt på Europa, Nordamerika og dele af Asien. Dette betyder, at det afrikanske marked kan være et sted, hvor DSV A/S kan benytte sig af vækststrategien Markedsudvikling. Det ideelle indtog på det afrikanske marked, vil alt andet end lige skulle foretages ved et opkøb af en stor spiller. Det ses dog, at væksten i de sydlige afrikanske lande ikke har oplevet den vækst, som de tidligere har formået^{22,23}. Det betyder også at de afrikanske lande forventeligt ikke kommer på niveau med de resterende kontinenter inden for de næste år. Et land som Sydafrika har ligeledes regler for hvordan ens bemanning skal være sammensat, der kan give udfordringer²⁴.

Den teknologiske udvikling øger muligheden for, at DSV i højere grad kan effektivisere deres forretning. I takt med at selvkørende biler kommer længere i deres udvikling, vil DSV kunne optimere deres Road division og spare omkostninger i forhold til personale, hurtigere levering (ingen kørertids begrænsninger) og forventeligt blive endnu mere punktlig. Droner bliver allerede testet i forbindelse med pakke leverancer²⁵ og er en oplagt løsning i fx levering af haste pakker indenfor medicinalindustrien.

Deres Solutions-løsninger, hvor DSV tilbyder lagerløsninger, kan i højere grad blive endnu mere digitaliserede, så der ikke skal være personale ansat i deres centre, og på denne måde kan de optimere bundlinjen.

²² <https://da.tradingeconomics.com/country-list/gdp-growth-rate?continent=africa>

²³ <https://www.dr.dk/nyheder/udland/moerke-skyer-over-oekonomien-paa-det-afrikanske-kontinent>

²⁴ http://www.labourprotect.co.za/BEE_scorecard.htm

²⁵ <https://www.amazon.com/Amazon-Prime-Air/b?ie=UTF8&node=8037720011>

Trusler

På samme måde som den teknologiske udvikling gør, at DSV kan optimere flere af deres forretningsben, er der også mulighed for, at de bliver overhalet af den teknologiske udvikling. 3D-printere vil potentielt gøre, at slutbrugeren ikke har behov for at gå i diverse forretninger for at købe nye varer, de vil kunne printe alt derhjemme, så det eneste, de skulle eje, er en 3D-printer, og så giver resten sig selv, dette vil betyde, at DSV forretningsidé ville dø, dog vurderes denne løsning til at ligge langt ude i fremtiden, men det er et element, som truer DSV.

Fragt- og logistikbranchen er allerede en meget fragmenteret branche. Det vurderes derfor, at der er selskaber, med erfaring indenfor "Business to consumer", der ville kunne gå ind på DSV's område. Et firma som Amazon har over de seneste år taget store dele af markedet inden for internethandel²⁶, og de leverer blandt andet varer med droner. Dette kan være en mulighed for DSV og deres Solutions-løsninger, men det er ikke utopi og tro, at Amazon vil kræve en centralisering af deres kunders lager. Briterne har som det første land valgt at forlade EU, og flere lande har talt om at følge trop²⁷. Såfremt flere lande vælger og forlade EU kan der opstå en risiko for indførsel af handels- og told barriere i form af skat/afgifter på udenlandske produkter. Et sådan scenario kan føre til en reduktion af samhandlen mellem landene og dermed et. Med en centralisering af produktionsvirksomheder vil der i lavere grad være behov for Air og Sea transport, og dette udgør tæt på 40% af omsætningen. Øgede oliepriser rammer ikke DSV direkte, da de fakturerer omkostningen videre til deres kunder, men hvis oliepriserne stiger voldsomt, vil der være behov for anden form for transport som blandt andet jernbanetransport. Hvis man tror på et effektivt marked, vil andre løsninger alt andet end lige også stige.

Flere af de sydeuropæiske²⁸ lande, herunder Frankrig, Spanien, Portugal og Italien, har en forholdsmæssig høj gæld og har forsømt rettidigt at indføre reformer til gavn for det offentlige forbrug. Dette kan få konsekvenser for udviklingen i disse lande, og dette kan få en effekt på DSV's fragtruter i middelhavsområdet.

Handelskrigen mellem USA og Kina, som er store markeder for DSV, gør, at der kan komme pres på deres omsætning på samme måde, som et splittet Europa kan få betydning.

²⁶ <https://markedsforing.dk/artikler/search/amazon-der-snart-det-hele>

²⁷ <https://www.bt.dk/udland/nu-staar-disse-landes-politikere-i-koe-vi-vil-ogsaa-ud-af-eu>

²⁸ <https://finans.dk/okonomi/ECE10209124/eksperter-advarer-gældskrisen-kan-komme-tilbage/?ctxref=ext>

Danske politikere har besluttet, at der efter 2030 ikke må sælges benzin- og dieslbiler²⁹, dette er for at nedsætte udledningen af CO2, og dette kan få en effekt for DSV Road-division, hvis man nedsætter forbud mod kørsel af biler, der bruger oliebaseret brændstof, og derfor er der et behov for en udvikling af el- eller brintlastbiler.

DSV's strategiske value drivers (delkonklusion)

De udvalgte strategiske value drivers har til opgave at fortsætte den vækst, som DSV A/S har opnået indtil nu:

- Markedspenetrering
- Teknologisk udvikling
- Asset Light
- Omkostningsstyring
- Nye markeder
- Forhandlingsposition
- Fokus på udvikling af solution

Regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er at få analyseret den udvikling, DSV A/S har haft de sidste 5 år, og få klargjort deres finansielle value drivers, som sammen med deres strategiske value drivers ligger til grund for den kommende budgettering. Det bemærkes, at DSV A/S i 2016 købte UTI Worldwide, hvilket betyder, at der i perioden har været en uforholdsmæssig stor vækst; dette bliver der udlignet for i budgetperioden.

Analysen tager udgangspunkt i:

- Reformulering af resultatopgørelsen
- Reformulering af balancen
- Rentabilitetsanalyse.

²⁹ <http://nyheder.tv2.dk/politik/2018-10-02-regeringen-vil-stoppe-salg-af-nye-diesel-og-benzinbiler-i-2030>

Reformulering af resultatopgørelsen

Formålet med reformuleringen af resultatopgørelsen er at få dokumenteret de forskellige enheders bidrag til DSV A/S' regnskabsmæssige udvikling, hertil hvordan deres udvikling har været over de seneste 5 år.

Reformuleringen bliver delt op to elementer:

- Indeksering af resultatopgørelsen
- Enhedsopdeling af de forskellige forretningsben.

Indeksering af resultatopgørelsen

	2018	2017	2016	2015	2014
Omsætning	163	154	139	105	100
Bruttofortjeneste	170	161	154	109	100
EBITDA*	198	180	135	114	100
EBIT*	208	186	132	116	100
EBT	258	189	114	134	100
EAT	267	202	113	138	100

*EBITDA og EBIT er før særlige poster

Det bemærkes, at DSV A/S over de seneste 5 år har formået at øge deres omsætning med 63 %, hvilket i høj skyldes akkvisitionen af UTI Worldwide i 2016, som løftede deres omsætning med næsten 17 milliarder kroner fra 2015 til 2016. Det bemærkes, at DSV i den valgte periode er blevet væsentligt bedre til at tjene penge, hvilket kan aflæses ved, at deres bruttofortjeneste er øget med 70 %, og deres EBITDA er næsten fordoblet. Dette understøtter, at DSV A/S historisk er dygtige til at foretage opkøb af konkurrenter og tilpasse dem deres forretning og indtjeningsevne. De formår at udnytte stordriftsfordelene og tilpasse omkostningerne.

Det bemærkes særligt, at DSV A/S har samme omkostninger til personale i 2018, som de havde i 2016, og i samme periode har de formået at øge deres omsætning med 11 milliarder kroner, dertil har de formået at bibeholde deres afskrivninger på samme niveau som i 2016, det betyder, at de på samme balance formår at tjene flere penge, hvilket tilføjer værdi for aktionærerne.

EBITDA og EBIT er før særlige poster, som DSV A/S historisk altid har haft, og i 2016 udgjorde disse 1 milliarder kroner, hvilket blandt andet skyldes akkvisitionen af UTI Worldwide. Der var i 2018 ingen særlige poster.

Enhedsopdeling

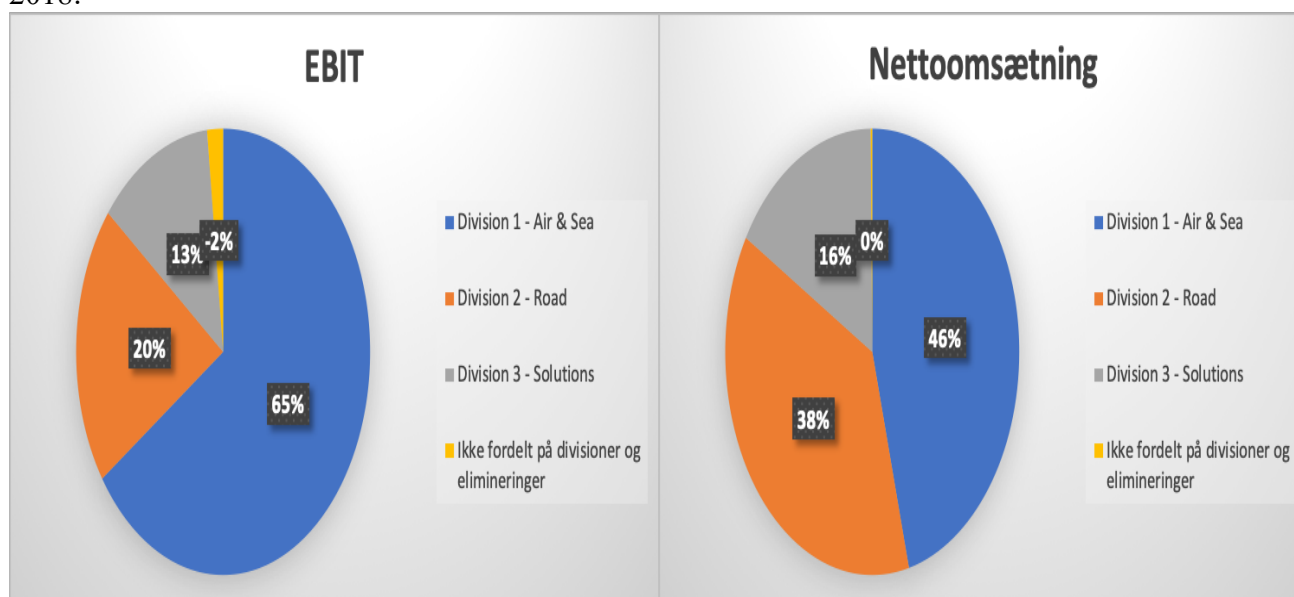
For at kunne determinere, hvor store dele de forskellige forretningsben – Air&Sea, Road og Solutions – tilføjer i forhold til omsætning og EBIT, har jeg udarbejdet en enhedsopdeling, der visualiserer udviklingen for de forskellige enheder:

Segmentinformation (DKK mio.)	2018	2017	2016	2015	2014
<i>Division 1 - Air & Sea</i>					
Nettoomsætning	36.350	34.587	31.384	21.277	21.030
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	-86	-111	-194	-108	-106
EBIT	3.693	3.225	2.143	1.923	1.542
<i>Division 2 - Road</i>					
Nettoomsætning	29.688	29.232	27.134	23.700	22.096
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	-129	-145	-159	-126	-132
EBIT	1.147	1.201	1.049	918	837
<i>Division 3 - Solutions</i>					
Nettoomsætning	12.879	10.968	9.308	5.804	5.384
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	-230	-265	-243	-152	-162
EBIT	709	494	384	242	274
<i>Ikke fordelt på divisioner og eliminerings</i>					
Nettoomsætning	136	114	-79	88	72
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	-317	-265	-179	-139	-121
EBIT	-99	-42	-101	-33	-29
Total					
Nettoomsætning	79.053	74.901	67.747	50.869	48.582
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	-762	-786	-775	-525	-521
EBIT	5.450	4.878	3.475	3.050	2.624

<i>Division 1 - Air & Sea</i>					
Nettoomsætning	172,85	164,47	149,23	101,17	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	81,13	104,72	183,02	101,89	100
EBIT	239,49	209,14	138,98	124,71	100

<i>Division 2 - Road</i>					
Nettoomsætning	134,36	132,30	122,80	107,26	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	97,73	109,85	120,45	95,45	100
EBIT	137,04	143,49	125,33	109,68	100
<i>Division 3 - Solutions</i>					
Nettoomsætning	239,21	203,71	172,88	107,80	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	141,98	163,58	150,00	93,83	100
EBIT	258,76	180,29	140,15	88,32	100
<i>Ikke fordelt på divisioner og eliminerings</i>					
Nettoomsætning	188,89	158,33	-109,72	122,22	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	261,98	219,01	147,93	114,88	100
EBIT	341,38	144,83	348,28	113,79	100
Total					
Nettoomsætning	162,72	154,17	139,45	104,71	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	146,26	150,86	148,75	100,77	100
EBIT	207,70	185,90	132,43	116,23	100

2018:



Det bemærkes, at Air & Sea division i perioden har øget sin omsætning med 15 milliarder, hvilket svarer til 50% af den samlede omsætningsudvikling i den 5-årige periode. Dette skyldes blandt andet opkøbet af UTI Worldwide i 2016, som tilførte mere end 10 milliarder kroner til divisionen. Dette har også gjort, at i 2018 udgør Air & Sea 46 % af den samlede omsætning og er den største division. Dette er en betragtelig udvikling, da Road-divisionen i 2014 var den største målt på omsætning. Den største procentuelle udvikling er sket i Solutions-divisionen, som i perioden har udviklet sig fra en

omsætning på 5,3 milliarder kroner til 12,8 milliarder kroner. Solutions-divisionen har i perioden formået at bibeholde og øge sin EBIT-grad (EBIT/Omsætning), som i 2018 var på 5,5 % mod 5 % i 2014.

Road-divisionen har nominelt øget sin omsætning med 100 millioner kroner mere end Solutions-divisionen, men procentuelt langt mindre. Road-divisionen formår at bibeholde sin EBIT-grad på 3.8 % i hele perioden, hvilket er den laveste for hele DSV A/S, og det bemærkes også, at den på trods af at udgøre 38 % af den samlede omsætning kun udgør 20% af det samlede EBIT, hvilket betyder, at DSV A/S er bedre til at tjene penge på Air & Sea-divisionen, som udgør 65 % af den samlede indtjening.

Reformulering af balancen

Formålet med at lave en reformulering af balancen er at se bort fra den traditionelle inddelte balance og tage udgangspunkt i driftsaktiver, finansielle aktier, driftsforpligtelser, finansielle forpligtelser og egenkapital. Dette skal determinere, hvor stor en del af den bogførte balance, der er investeret kapital henledt til driften, og hvor stor en del af den bogførte balance, der er rentebærende gæld. Reformuleringen skal bruges til rentabilitetsanalysen.

Balancen vil blive inddelt på følgende måde:

Driftsaktiver	Driftsforpligtelser
• Immaterielle aktiver • Materielle aktiver • Andre tilgodehavender • Udskud skat • Tilgodehavender • Driftslikviditet (1% af omsætningen)	• Leverandørgæld • Varekreditorer • Anden gæld • Skyldig skat • Skat • Provision • Hensatte forpligtelser • Pensioner og tilsvarende forpligtelser
Finansielle aktiver	Finansielle forpligtelser
• Likvide beholdning – driftslikviditet • Aktiver bestemt for salg	• Korte finansielle forpligtelser • Lange finansielle forpligtelser
	Egenkapital
	• Aktiekapital • Reserver • Minoritetsinteresser

Det bemærkes, at der bruges 1% af omsætning som driftslikviditet, dette er tilsvarende satsen, der bliver brugt ved reformuleringen af DSV A/S' regnskab. Det bliver der gjort grundet, at den likvide beholdning kan indeholde kortsigtede likvide investeringer i værdipapirer med en kort løbetid, dette kunne for eksempel være, hvis DSV A/S placerede sin likviditet via REPO-modellen³⁰ og på denne måde afdækkede deres eksponering af likviditet i obligationsmarkedet. Dertil skal dele af likviditeten bruges til driftsudsving, hvis der er eventuelle sæsonreguleringer, som gør, at likviditeten er højere eller lavere på forskellige tidspunkter af året. Ole Sørensen skriver i "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang udgave 5", at en tommelfingerregel er at bruge mellem 0,5-2 % af nettoomsætning og klassificere dette beløb som driftslikviditet og dermed et driftsaktiv³¹. Satsen på 1% er ligeledes valgt grundet, at det er den sats, der i høj grad er blevet brugt i faget "Mergers & Acquisitions" undervist i af Palle Nierhoff på CBS.

Ovenstående aktiver skal nu samles sammen, og dette medfører følgende resultat:

³⁰ <https://www.investopedia.com/terms/r/repurchaseagreement.asp>

³¹ "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang", udgave 5, af Ole Sørensen, side 207

Nedenstående tal er pr. 31/12/2018 og oplyst i hele millioner kroner.

Driftsaktiver	Driftsforpligtelser
• 38.351	• 17.142
Finansielle aktiver	Finansielle forpligtelser
• 461	• 7.138
	Egenkapital
	• 14.532

Ovenstående tabel giver en illustration af, hvor stor en del af DSV A/S' balance, der er driftsaktiver kontra deres finansielle aktiver. Forskellen er fuldstændig naturlig, i og med at DSV A/S ikke er en finansiell virksomhed og ikke skal forrente sin kapital på kapitalmarkederne. Når DSV A/S har overskydende likviditet, har de historisk foretaget opkøb af konkurrenter eller indfriet gæld. Dette så man i 2016, da de købte UTI Worldwide. Alternativt har de valgt at lave aktietilbagekøb for at skabe yderligere værdi for deres aktionærer. Som udgangspunkt skaber de finansielle aktiver ikke værdi for DSV A/S' aktionærer, hvorfor denne post ønskes minimeret, og unødvendige finansielle aktiver bør investeres i driftsaktiver for at maksimere et overskud.

På passiv siden ses det, at DSV A/S på samme måde har større driftsforpligtelser, end de har finansielle forpligtelser. Dette er positivt, da driftsforpligtelser som udgangspunkt ikke er rentebærende og alt andet lige skal være mindre end driftsaktiverne, som de også er i DSV A/S' tilfælde. DSV A/S' finansielle forpligtelser er alt andet lige likviditet, der er blevet brugt til at finansiere driftsaktiverne.

For at få en helt "ren" balance udligner vi nu driftsaktiverne med driftsforpligtelserne og de finansielle forpligtelser med de finansielle aktiver for at finde den investerede kapital og de netto finansielle forpligtelser:

Nedenstående tal er pr. 31/12/2018 og oplyst i hele millioner kroner.

Netto driftsaktiver	Netto finansielle forpligtelser
• 21.209	• 6.677
	Egenkapital
	• 14.532

Netto driftsaktiverne er tilsvarende den investerede kapital, der er i DSV A/S, og er den del af balancen, som skaber værdi for aktionærerne. Den investerede kapital skal bruges til at beregne vores nøgletal som ROIC, der er et udtryk for afkastet på den investerede kapital, og vores SPREAD, som er et udtryk for differencen mellem vores lånerente og ROIC.

Netto finansielle forpligtelser er den rentebærende gæld i balancen og vil blive brugt til at beregne den finansielle gearing.

Det bemærkes, at der ikke er blevet tillagt de operationelle leasingforpligtelser i balancen, dog er de en del af resultatopgørelsen i form af rentebetalingerne. Fra 2019 skal operationelle leasingforpligtelser tilgå balancen, dette vil få en effekt på de netto finansielle forpligtelser, da der vil komme mere rentebærende gæld, men det vil ikke få en effekt på DSV A/S' indtjeningsevne, da de allerede er resultatført.

Reformulering af egenkapitalen

Formålet med at lave en reformulering af egenkapitalen er at få klargjort, hvad selskabets totalindkomst er, og hvor stor en del, der er anden totalindkomst, også kaldet dirty surplus. Dirty Surplus er postering af indtægter og omkostninger samt gevinster og tab uden om resultatopgørelsen, dette kan eksempelvis være valutaomregningsgevinster/-tab, gevinster / tab på afledte instrumenter til sikring af fremtidige pengestrømme eller urealiserede gevinster og tab på værdipapirer disponible for salg³².

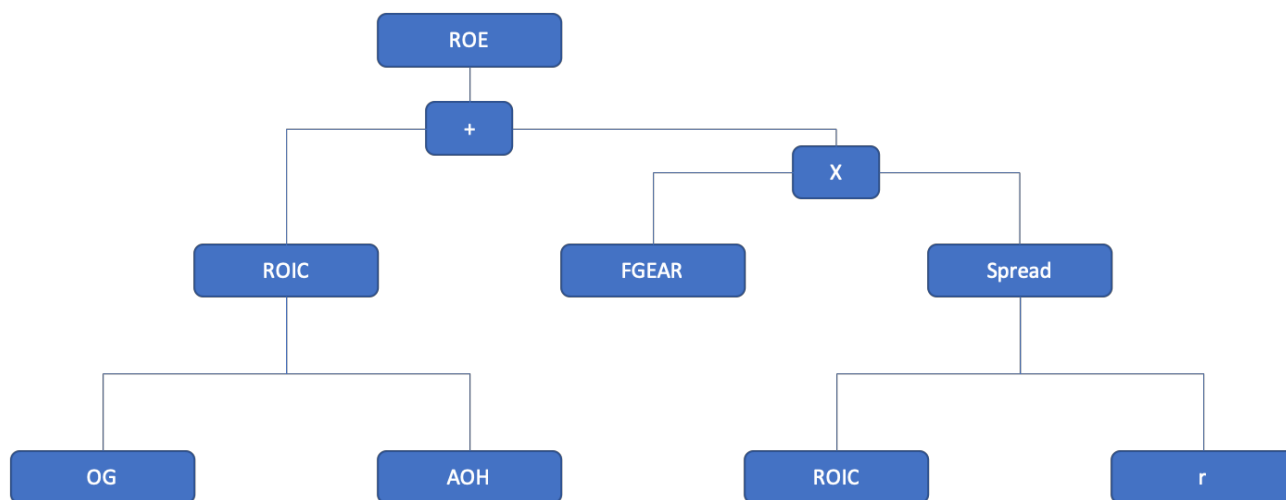
³²”Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang”, udgave 5, af Ole Sørensen, side 189 og 190

TOTALINDKOMSTOPGØRELSE

(DKK mio.)	2018	2017	2016	2015	2014
Årets resultat	3.988	3.012	1.678	2.058	1.491
Valutakursregulering, udenlandske virksomheder	-138	-430	190	-50	-195
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-4	28	5	64	-45
Værdiregulering af sikring af investeringer	0	0	-101	0	0
Værdiregulering af sikringsinstrumenter overført til fin. omk.	0	3	12	29	57
Aktuarmæssige gevinster/tab	-70	179	-214	107	-323
Skat af anden totalindkomst	13	-36	54	-33	62
Anden totalindkomst efter skat	-199	-256	-54	117	-444
Totalindkomst i alt	3.789	2.756	1.624	2.175	1.047
<i>Totalindkomst for perioden fordeles således:</i>					
Aktionærer i DSV A/S	3.795	2.726	1.634	2.173	1.046
Minoritetsinteresser	-6	30	-10	2	1
Egenkapital opgørelse					
Primo egenkapital	14.809	13.378	11.841	6.081	6.248
Årets resultat	3.988	3.012	1.678	2.058	1.491
- Dirty surplus	-199	-256	-54	117	-444
Transaktion med ejerne	-4.066	-1.325	-87	3.585	-1.214
Ultimo egenkapital	14.532	14.809	13.378	11.841	6.081

Det bemærkes, at der i hele perioden, udover 2015, har været negativt dirty surplus, som i høj grad har skyldtes valutakursregulering hos DSV A/S' udenlandske enheder. Det bemærkes ligeledes, at der i 2015 var positive transaktioner med ejerne, hvilket skyldes den aktieudvidelse, der skete i forbindelse med opkøbet af UTI Worldwide. Sidenhen har DSV A/S ellers udbetalt store beløb til deres aktionærer for at slanke balancen. Dog vil man i 2019 se en stor transaktion med deres ejere, som skyldes udvidelsen af aktiekapitalen i forbindelse med opkøbet af Panalpina.

Rentabilitetsanalyse ud fra Dupont-pyramiden



I rentabilitetsanalysen er der valgt at blive brugt ultimo egenkapital ved beregning af den finansielle gearing i stedet for gennemsnitlig egenkapital, dette skyldes opkøbet af UTI Worldwide i 2016, som alternativt vil give et misvisende billede, da 2015 og 2016 ikke har samme forudsætning i de pågældende regnskabsperioder.

RENTABILITETSANALYSE	2018	2017	2016	2015	2014
ROE: Egenkapitalens forretning	26,1%	18,6%	12,1%	18,4%	17,2%
ROIC: Afkast på nettodriftsaktiver	18,8%	15,6%	8,0%	20,0%	10,3%
Finansiell gearing	0,46	0,38	0,64	0,02	1,04
Gennemsnitlig lånerente, r	2,9%	7,8%	1,6%	104,1%	3,6%
SPREAD: ROIC - r	15,9%	7,8%	6,4%	-84,2%	6,7%
OG - EBIT*(1-t): Overskudsgrad	5,0%	4,3%	2,6%	4,7%	2,6%
AOH: Aktivernes omsætningshastighed	3,73	3,66	3,09	4,22	3,92

ROE – Egenkapitalens forrentning

$$\frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Egenkapital}}$$

Eller

$$Roic + (FGEAR * (Roic - r))$$

ROE er et udtryk for egenkapitalens forrentning, og den har i perioden været stigende fra 17,2 % til 26,1 % i 2018, som betyder, at DSV A/S' formåen til at skabe afkast til deres aktionærer og forrente deres kapital er øget. Det bemærkes, at den bogførte egenkapital er øget fra 6,08 milliarder kroner til 14,53 milliarder kroner, hvilket betyder, at det er imponerende, at de har formået at bibeholde og

øget et i forvejen højt niveau. Den store stigning i egenkapitalens forrentning skyldes primært den store udvikling i ROIC.

ROIC – Afkast på nettodriftsaktiver

$$\frac{\text{Driftsoverskud}}{\text{Investeret kapital}}$$

Eller

$$\text{Overskudsgrad} * \text{Aktivernes omsætningshastighed}$$

ROIC er et udtryk for DSV A/S' formåen til at skabe afkast på den investerede kapital. I perioden har DSV A/S øget deres ROIC fra 10,3% til 18,8%, hvilket er imponerende, og til sammenligning med "target", Panalpina, har de i 2018 en ROIC på 5%, hvilket betyder, at DSV A/S ligger væsentligt over nogle af deres konkurrenter. Den store stigning i ROIC skal findes i DSV A/S' egenskab til at øge deres driftsoverskud uden at investere mere kapital i den bogførte balance. Dette betyder, at DSV A/S formår at omsætte balancen flere gange eller øge deres marginaler. I denne situation er der tale om, at DSV A/S har formået at øge deres overskudsgrad fra 2,6% til 5%, hvilket er væsentligt højere end Panalpina, som kun har en overskudsgrad på 0,73%.

Finansiell gearing

$$\frac{\text{Netto finansielle forpligtelser}}{\text{Egenkapital}}$$

Den finansielle gearing er udtryk for, hvor meget rentebærende gæld DSV A/S har i forhold til bogført egenkapital. DSV A/S har i perioden formået at nedbringe deres andel af netto finansielle forpligtelser i forhold til egenkapital fra 1,04 i 2014 til 0,46, hvilket skyldes, at de har holdt deres netto finansielle forpligtelser på samme niveau som i 2014, men i perioden har øget deres totalindkomst betragteligt og dermed øget deres bogførte egenkapital. Det er værd at bemærke, at grundet opkøbet af UTI Worldwide i 2016 har de udstedt nye aktier i 2015, hvilket øgede deres bogførte egenkapital med 5,7 milliarder kroner, og denne udstedelse udlignede deres netto finansielle forpligtelser i 2015.

R – gennemsnitlig lånerente

$$\frac{\text{Netto finansielle omkostninger}}{\text{Netto finansielle forpligtelser}}$$

Den gennemsnitlige lånerente "r" er et udtryk for, hvor meget DSV A/S effektivt betaler for deres netto finansielle forpligtelser, altså deres effektive rente. Det bemærkes, at der i 2015 var en uforholdsmæssig høj rente, hvilket skyldes, at de netto finansielle forpligtelser var små grundet aktieemission til købet af UTI Worldwide. Det bemærkes, at DSV A/S har formået at få deres gennemsnitlige lånerente ned på 2,9%, hvilket skyldes, at deres finansielle omkostninger i perioden er blevet betragteligt lavere. DSV A/S' netto finansielle forpligtelser har i perioden været forholdsvis stabile.

SPREAD

$$ROIC - r$$

SPREAD er et udtryk for difference mellem afkastet på nettodriftsaktiverne, ROIC, og den gennemsnitlige lånerente, r. Det bemærkes, at denne i perioden er øget betydeligt, hvilket skyldes den positive udvikling i ROIC og faldet i den gennemsnitlige lånerente. 2015 giver igen et forkert billede, som tidligere beskrevet.

OG – overskudsgrad

$$\frac{\text{Driftoverskud}}{\text{omsætning}}$$

Overskudsgraden er et udtryk for, hvor stor en del af omsætningen der giver et driftsoverskud. Det bemærkes, at DSV A/S i perioden næsten har fordoblet deres overskudsgrad, hvilket primært skyldes, at de har formået at øge deres omsætning betragteligt, blandt andet grundet opkøbet af UTI Worldwide. Dertil har de haft stor fokus på deres omkostningsniveau.

	2018	2017	2016	2015	2014
OG: EBIT-margin før særlige poster - A&S division	10,0%	9,3%	6,7%	7,2%	6,5%
OG: EBIT-margin før særlige poster - R division	3,7%	4,0%	3,7%	3,5%	4,2%
OG: EBIT-margin før særlige poster - S division	5,4%	4,4%	4,0%	4,7%	4,7%

Det ses, at særligt Air&Sea har bidraget positivt til den store udvikling i overskudsgraden, og de har formået at øge divisionens overskudsgrad med 3,5 procentpoint. Det bemærkes dog negativt, at Road division ikke har kunnet bibeholde sin overskudsgrad og har oplevet en negativ udvikling. Solutions-enheden har ligeledes formået at øge sin overskudsgrad.

AOH – aktivernes omsætningshastighed

$$\frac{\text{Omsætning}}{\text{Netto driftsaktiver}}$$

Aktivernes omsætningshastighed er et udtryk for, hvor mange gange DSV A/S formår at omsætte deres investerede kapital. Det bemærkes, at DSV A/S i perioden har formået at bibeholde en forholdsvis konstant og i 2018 rammer de tæt på gennemsnittet for hele regnskabsperioden, hvilket vurderes til at være tilfredsstillende. Deres omsætningshastighed er noget lavere end Panalpina's, hvilket blandt andet skyldes, at DSV A/S, på trods af de er en asset light-virksomhed, har en væsentlig større balance end Panalpina. Dog vurderes aktivernes omsætningshastighed til at være på et tilfredsstillende niveau.

DSV's finansielle value drivers

De udvalgte finansielle value drivers har til opgave at fortsætte den vækst, som DSV A/S har opnået indtil nu:

- Fokus på Overskudsgraden
- Lav finansiell gearing – optimal kapitalstruktur
- Lav gennemsnitlig lånerente
- Udvikling af Solutions
- Øge markedsandele i Air&sea-divisionen med den højeste overskudsgrad
- Bibeholde væksten på Road-divisionen
- Asset light

Budgettering

Med baggrund i den strategiske analyse, som belyste de tidligere nævnte value drivers, og regnskabsanalysen, der afklarede de finansielle value drivers, er der udarbejdet en 10-årig budgetperiode, som ligger til baggrund for den forventede vækst for DSV A/S.

Budgettet tager udgangspunkt i organisk vækst og tager ikke højde for yderligere opkøb, det betyder, at DSV A/S i fremtiden udelukkende skal øge deres markedsandele ved at fortsætte med at bruge

strategien markedspenetrering. Budgettet er opdelt i enheder, og alle divisioner har deres egen vækstrate, men ender dog i en fælles terminalværdi, som er væksten i fremtiden. Alle enhederne har også deres egen overskudsgrad, som er blevet budgetteret efter deres historiske performance og forventningerne til fremtiden.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028 TP
Salgsvækst - A&S-division	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	5,50%	5,00%	4,00%	4,00%	3,00%	2,50%	2,50%
Salgsvækst – Road-division	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,30%	1,20%	1,10%	1,00%	1,00%	2,50%
Salgsvækst – Solutions-division	15,00%	12,00%	12,00%	10,00%	10,00%	9,00%	9,00%	8,00%	6,00%	2,50%	2,50%

Væksten i Air&Sea-divisionen forventes at være stabil og falde frem mod terminalperioden. Divisionen har haft en gennemsnitlig vækst på 5,6% fra 2015-2018, hvis man fjerner 2016, hvor regnskabet bærer præg af opkøbet af UTI Worldwide. Det forventes, at DSV A/S kan fortsætte med at tage markedsandele.

Det bemærkes, at der forventes en lav vækstrate i Road-divisionen i hele perioden, dette skyldes forventningen om øget sanktionering, som beskrevet i PESTEL-analysen, hertil ses det, at væksten fra 2017-2018 kun var på beskedne 1,6%, hvilket er et udtryk for, at det er en division, der er ved at nå sit maksimum.

Solutions-divisionen vurderes til at kunne fortsætte sin vækst, divisionen har fra 2015-2018 haft en gennemsnitlig vækst på 14,5%, hvilket er uden 2016, af samme årsag som ved Air&Sea-divisionen. Det vurderes, at der er betydelige muligheder for at tage markedsandele i dette segment, og det er også et sted, hvor DSV A/S har mulighed for at udvikle og eventuelt etablere et 3D-printer center på samme måde, som Panalpina har gjort. Dette vil øge deres konkurrencefordel, og de vil kunne gøre brug af strategien Produktudvikling, som er beskrevet i afsnittet omkring Ansoffs vækstmatrice.

Væksten på 2,5 % i terminalværdiperioden er valgt på baggrund af, at den historiske årlige vækst i BNP i Danmark har været 4-5%, hvoraf 2-3% var realvækst og 2% inflation, hvilket er tilsvarende

eurozonen, hvor DSV A/S opererer³³. Der er grundet den store teknologiske udvikling på området omkring produktion valgt at bruge 2,5% som den vækst, der vil være i fremtiden. Hvis væksten i DSV A/S er større i terminalværdiperioden end væksten i resten af verdenen, vil DSV A/S teknisk blive større end verdensøkonomien, grundet at terminalværdiperioden er i al evig fremtid.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028 TP
OG: EBIT før særlige poster - A&S division	10,00%	10,00%	10,00%	9,00%	9,00%	9,00%	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
OG: Do. - R division	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,50%	3,50%	3,50%	3,00%	2,50%	2,50%
OG: Do. - S division	5,50%	5,50%	6,00%	6,00%	6,00%	5,50%	5,50%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

Som beskrevet budgetteres der med individuelle overskudsgrader for de forskellige divisioner. Det bemærkes, at Air&Sea-divisionen har betragtelig højere overskudsgrad, som dog vil falde frem mod terminalværdiperioden. Air&Sea-divisionen har fra 2015-2018 haft en gennemsnitlig overskudsgrad på 8,8% hvilket er foruden 2016. Det vurderes, at de kan fortsætte tendensen og øge den de første par år, men i takt med at virksomheden bliver større, vil de nå et ”mæthedspunkt”, forstået på den måde, at de får behov for at øge deres mandskab for at kunne følge med udviklingen. Det vurderes, at 7% vil være steadystate for fremtiden.

Den gennemsnitlige overskudsgrad i Road-divisionen har fra 2015-2018 været på 3,8%, hvilket er eksklusiv 2016. Det vurderes at være det niveau, som divisionen kan performe på, dog vurderes det, at overskudsgraden vil falde løbende, grundet at det er den division, der er lettest at udfordre for nye udbydere, hvilket kan betyde, at DSV A/S er nødsaget til at sætte deres marginer ned. Det vurderes derfor, at 2,5% vil være overskudsgraden i terminalperioden.

Solutions-divisionen har haft en gennemsnitlig overskudsgrad fra 2015-2018 på 4,8%, hvilket ligeledes er foruden 2016. Det vurderes, at der er mulighed for at øge overskudsgraden grundet de teknologiske muligheder for at optimere forretningen. Det vurderes, at 5% vil være overskudsgraden i terminalperioden.

³³”Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang”, udgave 5, af Ole Sørensen, side 322

Der vil i budgettet tages udgangspunkt i en konstant på 3,94 i forhold til aktivernes omsætningshastighed. Der har fra 2015-2018 været en gennemsnitlig AOH på 3,87, hvilket er foruden 2016. Det vurderes, at de kan øge denne en smule.

Ovenstående forudsætninger giver følgende budget, som vil ligge til grund for værdiansættelsen af DSV i nuværende stadie:

(DKK mio.)	Budgetperiode 2018-2027										TP
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
Omsætning:											
Air and Sea division	38.597	40.913	43.368	45.970	48.498	50.923	52.960	55.079	56.731	58.149	59.603
Road division	30.185	30.638	31.098	31.564	32.038	32.454	32.843	33.205	33.537	33.872	34.719
Solutions division	14.836	16.617	18.611	20.472	22.519	24.546	26.755	28.895	30.629	31.395	32.180
Totalomsætning	83.619	88.168	93.076	98.006	103.055	107.923	112.559	117.179	120.897	123.416	126.502
Vækst	5,78%	5,44%	5,57%	5,30%	5,15%	4,72%	4,30%	4,10%	3,17%	2,08%	2,50%
Indtjening: EBIT før særlige poster											
A&S division	3.860	4.091	4.337	4.137	4.365	4.583	4.237	3.856	3.971	4.070	4.172
<i>Andel</i>	<i>66,6%</i>	<i>66,6%</i>	<i>65,7%</i>	<i>63,3%</i>	<i>63,2%</i>	<i>64,8%</i>	<i>61,8%</i>	<i>59,7%</i>	<i>61,0%</i>	<i>62,7%</i>	<i>62,7%</i>
Road division	1.117	1.134	1.151	1.168	1.185	1.136	1.150	1.162	1.006	847	868
<i>Andel</i>	<i>19,3%</i>	<i>18,5%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,2%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,8%</i>	<i>18,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,1%</i>
Solutions division	816	914	1.117	1.228	1.351	1.350	1.472	1.445	1.531	1.570	1.609
<i>Andel</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,9%</i>	<i>16,9%</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,5%</i>	<i>22,4%</i>	<i>23,5%</i>	<i>24,2%</i>	<i>24,2%</i>
Total EBIT før særlige poster	5.793	6.139	6.604	6.533	6.901	7.069	6.858	6.462	6.509	6.487	6.649
Vækst	6,29%	5,98%	7,58%	1,07%	5,63%	2,43%	-2,99%	-5,77%	0,72%	-0,33%	2,50%
Total EBIT før særlige poster /omsætning	6,93%	6,96%	7,10%	6,67%	6,70%	6,55%	6,09%	5,52%	5,38%	5,26%	5,26%
Skat af EBIT før særlige poster	1.392	1.475	1.587	1.570	1.658	1.698	1.648	1.553	1.564	1.558	1.597
NOPAT	4.401	4.664	5.017	4.964	5.243	5.371	5.210	4.910	4.945	4.929	5.052
Særlige poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skat af særlige poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Særlige poster efter skat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT efter skat	4.401	4.664	5.017	4.964	5.243	5.371	5.210	4.910	4.945	4.929	5.052
NDA - investeret kapital	21.156	22.395	24.572	24.796	26.073	27.305	28.477	29.998	30.829	31.471	32.258
Ændring i NDA	-53	1.239	2.177	223	1.277	1.232	1.173	1.520	831	642	787

Værdiansættelse af DSV i nuværende situation

WACC

Før værdiansættelsen af DSV A/S kan beregnes, er det nødvendigt at beregne selskabets WACC, som er et udtryk for de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger³⁴. WACC beregnes på følgende måde:

$$WACC = Wek * Rek + Wfk * Rfk * (1 - tc)$$

35

Vægte

Første skridt er at beregne Wek og Wfk, som er et udtryk for den vægtede egenkapital og den vægtede fremmedkapital. Vægtene kan beregnes på følgende måde:

$$Wek = \frac{EK}{EK + FK}$$

$$Wfk = \frac{FK}{EK + FK}$$

Hvor EK er markedsværdien af egenkapitalen, og FK er markedsværdi af fremmedkapitalen eller de netto finansielle forpligtelser, som er beregnet i regnskabsanalysen.

Her opstår et cirkulationsproblem, grundet at vi skal bruge WACC for at beregne værdi af virksomheden og vi skal bruge værdien af virksomheden for at beregne WACC. Der benyttes derfor kursen på DSV A/S-aktien pr. 28/12/2018 til at beregne egenkapitalen, 28/12/2018 var sidste handelsdag i regnskabsåret 2018. Lukkekursen den 28/12/2018 var 429,2 DKK³⁶. Egenkapitalen findes nu ved at gange lukkekursen med antal aktier:

$$429,2 * 188 \text{ mio} = 80.690 \text{ million kroner}$$

³⁴ Valuation – Measuring and Managing the Value of companies – udgave 6 af Tim Koller, Marc Goedhart og David Wessels

³⁵ Corporate Finance formelsamling HDF2 2018

³⁶ <https://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/dsv-a-s/335810/historik>

Vores fremmedkapital findes i regnskabsanalysen, og de nettofinansielle forpligtelser var pr. 31/12/2018 – 6.677 millioner kroner. Vi kan nu finde vores vægte:

$$W_{ek} = \frac{80.690}{80.690 + 6.677} = 0,9236$$

$$W_{fk} = \frac{6.677}{80.690 + 6.677} = 0,0764$$

Disse vægte benyttes, indtil de bliver genberegnet ved den endelige værdiansættelse.

CAPM

For at beregne R_{ek} , som er et udtryk for den forventede forrentning på egenkapitalen for investorer, benyttes Capital Asset Pricing Model, også kaldet CAPM. CAPM beregnes på følgende måde:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

R_f er et udtryk for den risikofrie rente. Den risikofrie rente er teoretisk en nul kuponobligation, hvor der ikke er nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko. Obligationen skal matche tidshorisonten på hver af de pengestrømme, som skal tilbagediskonteres. I praksis benyttes en toneangivende 10-årig statsobligation³⁷. Dog er vi i den situation, at rentemarkederne aldrig har været lavere, end de er på nuværende tidspunkt med historisk lave renter³⁸. Dette har også medført, at flere lande har negative renter. Dette betyder, at den obligation, som jeg som udgangspunkt ville vælge, er en 10-årig tysk statsobligation, grundet at Tyskland er den største økonomi målt på BNP³⁹, men denne har en effektivrente på 0,02⁴⁰. Dette vurderes til at være for lavt. Der tages derfor udgangspunkt i en 30-årig tysk statsobligation, som har en effektiv rente på 0,68%⁴¹

β_i er et udtryk for betaen på aktivet. Betaen kan bestemmes på forskellige metoder, man kan brug post data til se udviklingen på DSV A/S' aktie og bevægelserne på et aktieindeks, ulempen ved denne

³⁷ ”Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang”, udgave 5, af Ole Sørensen, side 39

³⁸ <https://www.cnn.com/2019/03/27/global-bond-market-has-been-spooked-and-big-interest-rate-slide-not-likely-to-be-over-yet.html>

³⁹ <http://statisticstimes.com/economy/european-countries-by-gdp.php>

⁴⁰ <https://tradingeconomics.com/bonds>

⁴¹ <https://tradingeconomics.com/gdbr30yr:ind>

metode er, at du bruger historisk data til at determinere fremtiden, og i DSV A/S' tilfælde skal man ligeledes forholde sig til, hvilket indeks de skal sammenlignes med, grundet de er en global virksomhed. Den anden metode, der kan benyttes, er en såkaldt "Common sense-metode", denne foretrækkes af mange praktikere. Common sense-metoden er en vurdering på baggrund af DSV A/S' driftsmæssige og finansielle risiko⁴².

I denne opgave benyttes Common sense-metoden, og der tages udgangspunkt i common sense beta på 0,9, denne afspejler også holdningen hos chefanalytiker for Nykredit, Ricky S. Rasmussen, der den 27/11/2018 i forbindelse med undervisning i Mergers and Acquisitions oplyste, at det var denne model, der blev benyttet i Nykredit til deres værdiansættelse af DSV A/S.

Beta på 0,9 afspejler, at risikoen for DSV A/S vurderes lavere end den samlede markedsportefølje. Beta kan inddeles på følgende måde:

$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

43

$E(RM)$ – som er et udtryk for det markedsrisikopræmien. Det er altså et udtryk for den præmie, en investor skal have for at investere i en virksomhed i stedet for en risikofri investering. Her skriver Ole Sørensen, at der findes en række forskellige modeller at benytte⁴⁴:

1. *Et antal investorer spørges om deres skøn over risikopræmien, og efterfølgende anvendes gennemsnittet af deres vurderinger som et estimat over risikopræmien.*
2. *Risikopræmien estimeres ud fra historiske data. Denne metode bygger på den antagelse, at den forventede risikopræmie er den samme som den historiske risikopræmie.*
3. *Den implicitte risikopræmie beregnes ud fra de nuværende aktiekurser ved hjælp af f.eks. residualindkomstmodellen.*

I denne opgave benyttes model 1. Der blev i 2016 lavet en undersøgelse, hvor respondenterne anvendte en markedsrisikopræmie på 5,3 % på det danske aktiemarked⁴⁵. Der tages derfor udgangspunkt i 5,3 %

⁴² "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang", 5. udgave, Ole Sørensen, side 41

⁴³ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang", 5. udgave, Ole Sørensen, side 40

⁴⁴ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang", 5. udgave, Ole Sørensen, side 39-40

⁴⁵ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang", 5. udgave, Ole Sørensen, side 39

CAPM kan herefter beregnes på følgende måde:

$$E(R_i) = 0,68\% + 0,9(5,3\% - 0,68) = 5,45\%$$

Afkastkrav på fremmedkapitalen

Næste skridt i beregningen er at estimere kravet til afkast i forhold til fremmedkapitalen. Afkastkravet estimerer den rente, som DSV A/S kan låne til. En fremgangsmåde kan være at benytte r , som er beregnet i rentabilitetsanalysen og beregnes ved netto finansielle omkostninger divideret med netto finansielle forpligtelser. Her har DSV A/S fra 2014 – 2018 haft et gennemsnit på 4,00% hvis man udligner for 2015, hvor der blev lavet en aktieudvidelse i forbindelse med købet af UTI Worldwide i 2016. I 2018 havde DSV A/S en r på 2,9%. Det vurderes stadig at være til den høje side for en virksomhed som DSV A/S. Alternativt kan der vælges en 10-årig statsobligation og tillægges et selskabsspecifikt risikotillæg⁴⁶. Flemming Ole Nielsen, som er Executive Vice President of Investor Relations hos DSV A/S, afholdt en præsentation på CBS den 13/11/2018, her oplyste han, at DSV A/S forventede at kunne låne til 2,5% ude i markedet.

Der vælges derfor at bruge et gennemsnit af den oplyste forventede lånerente og den faktiske i 2018, og dette betyder, at afkastkravet til fremmedkapitalen bliver estimeret til 2,7%.

Skattesats

Det sidste skridt i beregningen af WACC er estimering af skattesatsen i DSV A/S. I denne værdiansættelse benyttes et gennemsnit fra 2014-2018. Dette beregnes på følgende måde:

	2018	2017	2016	2015	2014	Gennemsnit
Effektiv skatteprocent	23,32%	20,67%	26,69%	23,47%	25,97%	24,02%

Alternativet havde været at benytte den danske selskabsskattesats på 22%⁴⁷, dog ses det, at DSV A/S' skattesats svinger betragteligt løbende, og det vurderes derfor mere retvisende at bruge et vejlet gennemsnit.

⁴⁶ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang”, 5. udgave, Ole Sørensen, side 43

⁴⁷ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2049049>

Estimering af WACC

Alle elementerne er nu beregnet og estimeret for at kunne udlede WACC. WACC kan derfor beregnes til:

$$WACC = 93,36\% * 5,45\% + 7,64\% * 2,7\% * (1 - 0.2402) = 5,19\%$$

Denne WACC er udgangspunktet og vil blive genberegnet ved værdiansættelsen, da andelen af egenkapitalen vil ændres.

DCF

Efter genberegningen af vægtene er WACC ændret til 5,26%, dette skyldes, at den vægtede egenkapital er større end udgangspunktet.

Dette giver følgende værdi af DSV A/S baseret på Discounted Cash Flow-modellen:

DCF	
PV FCF (budgetperiode)	30.060
PV FCF (terminalperiode)	92.415
EV FCF	122.475
Markedsværdi af NFF (ultimo 2017)	6.677
Markedsværdi af egenkapital	115.799
Antal udestående aktier (1.000 stk.)	188.000
Værdi pr. aktie per 31.12.2017	616

24,5 % af værdien Equity value stammer fra budgetperioden, og de resterende 75,5 % stammer fra terminalværdiperioden. Værdien er beregnet ved at tilbagediskontere det forventede Cash flow med WACC og kan sættes op på følgende måde:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$
$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_t}{(1+WACC)^T}$$
$$TV_t = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g}$$

RIDO

Ved brug af RIDO eller residualindkomstmodellen findes følgende værdi:

RIDO		
PV FCF (budgetperiode)		27.618
PV FCF (terminalperiode)		73.649
NDA (ultimo 2017)		21.209
EV RIDO		122.475
Markedsværdi af NFF (ultimo 2017)		6.677
Markedsværdi af egenkapital		115.799
Antal udestående aktier (1.000 stk.)		188.000
Værdi pr. aktie 31.12.2017		616

Værdien er identisk med DCF-modellen, hvilket betyder, at der ikke er fejl i modellen. Her ses det, at 22,5 % af Equity value stammer fra budgetperioden, 60 % stammer fra terminalperioden, og de resterende 17,5% stammer fra DSV A/S' netto driftsaktiver. Forskellen på DCF-modellen og RIDO er, at du tillægger balancen værdi i den værdiansættelse, og at du dermed får en mindre terminalværdi, hvilket betyder, at du alt andet lige ikke er lige så afhængig af kommende indtjening.

Kursen er noget over den lukke kurs, der var pr. den 28/12/2018 429,2 kroner. Dog er kursen pr. 17/4/2019 576,4 kroner⁴⁸, hvilket ikke er langt fra den kurs, som er beregnet. Dette betyder, at på baggrund af ovenstående værdiansættelse er anbefalingen at man skal foretage et opkøb af DSV A/S i nuværende situation.

Introduktion til Panalpina

Virksomhedsbeskrivelse

Panalpina er et schweizisk logistik- og transportfirma, som blev en selvstændig virksomhed i 1954 under navnet "Alpina", men har rødder helt tilbage til 1834, da moderselskabet overtog "Hans im Obersteg"⁴⁹.

Panalpina har på samme måde som DSV A/S løbende udvidet deres forretning via akkvisitioner, hvilket betød, at de i 2017 var den 14. største udbyder af Transport og Logistik målt på omsætning. Panalpina tilbyder i dag følgende services⁵⁰:

⁴⁸ <https://www.euroinvestor.dk/boerter/nasdaq-omx-copenhagen/dsv-a-s/335810>

⁴⁹ <https://www.panalpina.com/www/global/en/home/AboutPanalpina/History.html>

⁵⁰ <https://www.panalpina.com/www/global/en/home/AboutPanalpina/organization.html>

- Luftfragt
- Søfragt
- Logistik
- Energi- og projektløsninger.

Panalpina har gennem deres historie blandt andet overtaget følgende virksomheder⁵¹:

- J.P. Harle Group (slutningen af 1970)
- Grampian International (2004)
- International Aero-Sea Forwarders (2004)
- Janco Oilfiels Services (2005)
- Overseas Shipping Group (2005).

De mange akkvisitioner medførte, at Panalpina blev børsnoteret på SIX Swiss Exchange den 22. september 2005. Selskabets hovedaktionær er dog stadig Ernst Goehner Fonden, som har været ejer af Panalpina siden 1969. Ernst Goehner Fonden bliver også den største aktionær i DSV A/S efter den kommende overtagelse.

Panalpina har i dag 14.000 ansatte og tilbyder deres løsninger i mere end 70 lande og har mere end 500 kontorer.

Panalpina har i deres logistikenhed blandt andet åbnet et 3D-printer kontor, hvilket betyder, at de er klar til at imødekomme eventuelle ændringer i deres kunders behov for fragt i fremtiden⁵².

Regnskabsanalyse

Følgende regnskabsanalyse tager udgangspunkt i en 4-årig periode, og detaljegraden vil ikke være lige så dyb som ved DSV A/S.

Indeksring af resultatopgørelsen

⁵¹ <https://www.panalpina.com/www/global/en/home/AboutPanalpina/History.html>

⁵² https://www.panalpina.com/www/global/en/home/products_solutions/logistics/

For at lettere kunne gennemskue den udvikling, Panalpina har været igennem de seneste 4 år, har jeg valgt at indeksere udvalgte tal i deres resultatopgørelse.

	2018	2017	2016	2015
Nettoomsætning	103,09	94,50	88,74	100,00
Bruttofortjeneste	101,83	94,91	96,74	100,00
EBITDA	172,02	86,90	78,57	100,00
EBIT	100,85	88,03	70,09	100,00
EBT	91,45	86,32	70,09	100,00
EAT	85,23	64,77	60,23	100,00

Det bemærkes, at Panalpina i den valgte periode har haft en lille fremgang i deres omsætning, efter at de i 2016 gik betragteligt tilbage. Dog bemærkes det, at de i perioden har formået at øge deres EBITDA betragteligt, hvilket blandt andet skyldes, at de har formået at øge deres omsætning, men omkostninger til personale og andre eksterne omkostninger har ikke haft samme udvikling. Det bemærkes særligt, at andre eksterne omkostninger i perioden er faldet med 124 millioner CHF, svarende til tæt på 821 millioner danske kroner.

Panalpinas evne til at tjene penge er dog forringet i perioden, hvilket skyldes, at deres afskrivninger er steget betragteligt, hvilket skyldes, at deres aktivmasse er steget med 30%, svarende til 525 millioner CHF eller tæt på 3,5 milliarder danske kroner. Den store stigning skyldes primært den store udvikling i materielle aktiver, som er steget fra 78 millioner CHF til 415 millioner CHF.

Reformulering af balancen

Formålet med reformulering af balancen er at få en balance, der ser bort fra den traditionelle opdelte balance og tager udgangspunkt i Driftsaktiver, Finansielle aktier, Driftsforpligtelser, Finansielle forpligtelser og Egenkapital.

Den traditionelle balance bliver opdelt på følgende måde:

Driftsaktiver	Driftsforpligtelser
• Immaterielle aktiver • Materielle aktiver • Andre tilgodehavender • Udskudt skat • Tilgodehavender • Driftslikviditet (1% af omsætningen)	• Leverandørgæld • Varekreditorer • Anden gæld • Skyldig skat • Skat • Provision • Hensatte forpligtelser • Pensioner og tilsvarende forpligtelser
Finansielle aktiver	Finansielle forpligtelser
• Likvide beholdning – driftslikviditet • Aktiver bestemt for salg	• Korte finansielle forpligtelser • Lange finansielle forpligtelser
	Egenkapital
	• Aktiekapital • Reserver • Minoritetsinteresser

Det bemærkes, at der bruges 1% af omsætningen som driftslikviditet, dette er tilsvarende satsen, der bliver brugt ved reformuleringen af DSV A/S' regnskab. Det bliver der gjort grundet, at den likvide beholdning kan indeholde kortsigtede likvide investeringer i værdipapirer med en kort løbetid. Dertil skal dele af likviditeten bruges til driftsudsving. Ole Sørensen skriver i ”Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang udgave 5”, at en tommelfingerregel er at bruge mellem 0,5-2 % af nettoomsætningen og klassificere dette beløb som driftslikviditet og dermed et driftsaktiv⁵³.

Nedenstående er pr. 31/12/2018 og i millioner CHF, tallene er afrundet i hele millioner.

Driftsaktiver	Driftsforpligtelser
• 2.016	• 1.141
Finansielle aktiver	Finansielle forpligtelser
• 236	• 541
	Egenkapital
	• 571

Ovenstående giver et billede af, hvor stor en del af Panalpinas balance, der er driftsrelateret, og hvor stor en del der er finansiell. Balancefordelingen er ganske naturlig, og det var forventeligt, at en

⁵³ ”Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang” udgave 5 af Ole Sørensen, side 207

virksomhed som Panalpina i højere grad havde flere driftsaktiver end finansielle aktiver. Den største post i driftsaktiverne er tilgodehavender, som er allerede udført arbejde, som mangler at blive betalt, men ikke er overforfaldent. Det er ligeledes ved driftsaktiverne, der bliver skabt værdi til deres aktionærer.

Næste skridt er at udligne driftsaktiver med driftsforpligtelser, og det samme med de finansielle aktiver og forpligtelser, dette giver os nettotallene, og på denne måde kan vi finde den investerede kapital i Panalpina.

Nedenstående er pr. 31/12/2018 og i millioner CHF, tallene er afrundet i hele millioner.

Netto driftsaktiver	Netto finansielle forpligtelser
• 875	• 304
	Egenkapital
	• 571

Netto driftsaktiverne er den investerede kapital, der er i Panalpina, og som tidligere nævnt er det den, som skal skabe afkast til aktionærerne, netto driftsaktiverne bruges ligeledes i den kommende rentabilitetsanalyse.

Netto finansielle forpligtelser er den rentebærende gæld i Panalpina og vil bruges til at beregne den finansielle gearing.

Rentabilitetsanalyse

RENTABILITETSANALYSE	2018	2017	2016	2015
ROE: Egenkapitalens forretning	5,79%	13,98%	8,43%	-2,30%
ROIC: Afkast på nettodriftsaktiver	5,04%	21,36%	15,90%	-4,28%
Finansiell gearing	0,53	-0,33	-0,47	-0,46
Gennemsnitlig lånerente, r	3,61%	-0,99%	0,00%	0,00%
SPREAD: ROIC - r	1,42%	22,35%	15,90%	-4,28%
OG - EBIT*(1-t): Overskudsgrad	0,73%	1,59%	1,00%	-0,26%
AOH: Aktivernes omsætningshastighed	6,90	13,45	15,89	16,70

Det bemærkes, at Panalpina i perioden har haft meget svingende nøgletal, hvilket gør det vanskeligt at redegøre for de udvalgte nøgletal.

De nøgletal, der vil blive fokuseret på, er Panalpinas overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. Dette skyldes, at det udelukkende er disse, der bliver benyttet i forbindelse med værdiansættelsen af Panalpina.

Det bemærkes, at Panalpinas overskudsgrad i perioden er gået fra -0,26 % til 0,73 %, det betyder, at Panalpinas evne til at tjene penge på deres serviceydelser er langt lavere end et selskab som DSV A/S. Den gennemsnitlige overskudsgrad har i perioden været 0,8 %, som sammenlignet med DSV A/S, der har 3,9 %, må vurderes til at være utilfredsstillende.

Panalpina udmærker sig dog ved deres imponerende omsætningshastighed på deres netto driftsaktiver. Det bemærkes, at det dog i perioden er faldet fra 16,7 til 6,9, som trods alt stadig er meget imponerede i forhold til DSV A/S. Faldet skyldes, at Panalpina i perioden har øget deres netto driftsaktiver fra 351 millioner CHF til 875 millioner CHF, dog er deres omsætning i perioden kun øget med 181 millioner CHF.

Værdiansættelse af Panalpina

WACC

På samme måde som ved værdiansættelsen af DSV A/S skal der udarbejdes en individuel WACC for Panalpina, som tager udgangspunkt i nogle af de samme parametre, som gjorde sig gældende ved DSV AS/, grundet at de er på samme marked, men der er forskel på deres størrelse og performance.

Vægte

Vægtene bliver beregnet ud fra samme formel som ved DSV A/S og tager udgangspunkt i ultimo 2018. Panalpinas aktiepris var ultimo 2018 på 131 CHF⁵⁴, og de havde ved udgangen af 2018 23,75 millioner aktier. Dette svarer til en markedsværdi af egenkapitalen på 3.111 millioner CHF.

De netto finansielle forpligtelser var ved udgangen af 2018 på nominelt 304 millioner CHF. Ud fra dette kan vi beregne vores vægte således:

$$Wek = \frac{3.111}{3.111 + 304} = 0,9109$$

⁵⁴ <https://finance.yahoo.com/quote/PWTN.SW/history?p=PWTN.SW>

$$Wfk = \frac{304}{3.111 + 304} = 0,0891$$

CAPM

For at beregne afkastkravet til egenkapitalen vil der på samme måde som ved DSV A/S tages udgangspunkt i CAPM.

På samme måde som ved DSV A/S tages der udgangspunkt i en 30-årig tysk statsobligation, grundet at det vurderes, at Panalpina opererer på det samme marked som DSV A/S, og at der vælges derfor den samme risikofrie rente på 0,68%.

Betaen er blevet aflæst fra Infront Analytics, og der er taget udgangspunkt i deres 2- og 3-årige gearede beta og taget et gennemsnit af disse. Grunden til, at der ikke er taget udgangspunkt i den 1-årige, er, at grundet opkøbsrygterne har dette haft en væsentlig indvirkning på Panalpinas beta. Betaen er herefter bestemt til 0,98, hvilket er højere end DSV A/S, men stadig mindre volatil end markedet.

Der tages udgangspunkt i samme markedsrisikopræmie på 5,3%.

CAPM kan herefter estimeres til:

$$E(R_i) = 0,68\% + 0,98 * (5,3\% - 0,68\%) = 5,87\%$$

Ovenstående er højere end ved DSV A/S, men dette skyldes også, at Panalpina er et mindre selskab.

Afkastkrav på fremmedkapitalen

Her tages der udgangspunkt i den beregnede r i 2018. Der kan ikke tages afsæt i den gennemsnitlige, for Panalpina har i 2015 og 2016 ingen netto finansielle omkostninger. Der tages derfor højde for et afkast på fremmedkapitalen på 3,61%, hvilket er højere end den rente, som DSV A/S vurderer, at de kan funde sig med i markedet, men dette bliver understøttet af, at DSV A/S i højere grad kan forrente deres kapital bedre. Dertil har Panalpina ikke en officiel rating fra en af de 3 store ratingudbydere.

Skattesats

Der bliver på samme måde som ved DSV A/S taget udgangspunkt i en gennemsnitlig skattesats, som tager afsæt i nedenstående tabel:

	2018	2017	2016	2015	Gennemsnit
Effektiv skatteprocent	29,91%	43,56%	35,37%	24,79%	33,41%

Skattesatsen er noget højere end DSV A/S, og den er noget højere end den officielle selskabsskat i Schweiz⁵⁵, hvilket betyder, at Panalpina har nogle omkostninger, som ikke er fradragsberettiget jævnfør den gældende skattelovgivning.

Estimering af WACC

Ud fra ovenstående parametre kan vi forudsætte vores foreløbige WACC, der vil blive genberegnet, når den nye værdi af egenkapitalen er fundet.

$$WACC = 91.09\% * 5,87\% + 8,91\% * 3,61\% * (1 - 0,3341) = 5,57\%$$

Forudsætning for værdiansættelse

På samme måde som ved værdiansættelsen af DSV A/S tages der udgangspunkt i nogle forudsætninger for at kunne estimere værdien af Panalpina.

											TP
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
SALGSVÆKST											
T	9,00%	9,00%	9,00%	8,50%	7,00%	6,50%	5,50%	5,00%	4,00%	2,50%	2,50%

Panalpina har de seneste år oplevet en pæn vækst i deres salg, og det vurderes, at de kan bibeholde det niveau, der præsterede i 2018, og forudsætte dette nogle år, indtil de løbende vil falde og ende med en terminalværdi på 2,5%.

											TP
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
OG	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

⁵⁵ <https://tradingeconomics.com/switzerland/corporate-tax-rate>

Panalpina har længe haft svært ved at opnå en tilfredsstillende overskudsgrad. Det vurderes dog, at de kan komme tilbage på det niveau, de havde i 2017 og øge dette en smule frem mod terminalperioden, som er på 2%. Grunden til den øgede tendens er, at det vurderes, at de løbende kan optimere deres processer.

											TP
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
AOH	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699

Panalpina har historisk været dygtige til at have en høj omsætningsagtighed på deres aktiver, og dette vurderes de at kunne bibeholde. Derfor bliver niveauet fra 2018, som var det laveste i perioden, valgt til at danne præcedens for fremtiden.

DCF

WACC er blevet genberegnet til 5,43 %.

DCF	
PV FCF (budgetperiode)	179
PV FCF (terminalperiode)	2.217
EV FCF	2.396
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)	304
Markedsværdi af egenkapital	2.092
Antal udestående aktier (1.000 stk.)	23.750
Værdi pr. aktie per 31.12.2018	88,07

Det bemærkes, at den samlede værdi af Panalpina er estimeret til 13,783 milliarder danske kroner, hvilket betyder, at DSV A/S betaler 16,7 milliarder danske kroner mere end den beregnede værdi af Panalpina. Det bemærkes også, at budgetperioden kun udgør 7,47% af equity value, hvilket vurderes til lavt.

RIDO

RIDO	
PV FCF (budgetperiode)	282
PV FCF (terminalperiode)	1.238
NDA (ultimo 2018)	875
EV RIDO	2.396
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)	304
Markedsværdi af egenkapital	2.092
Antal udestående aktier (1.000 stk.)	23.750
Værdi pr. aktie 31.12.2018	88,07

Det konstateres, at budgetperioden står for 11,77% af den samlede equity value, hvilket er højere end ved DCF-modellen. Netto driftsaktiverne udgør 36,52 % af den samlede værdi af Equity value.

Det bemærkes, at den estimerede værdi af Panalpina er 88,07 CHF pr. aktie, og det er noget under lukkekursen ultimo 2018, som var på 131 CHF pr. aktie. Det betyder, at med baggrund i ovenstående vil min anbefaling være salg af Panalpina.

Forudsætning for opkøbet af Panalpina

For at lave en konsolideret værdi af DSV A/S efter opkøbet af Panalpina har jeg taget udgangspunkt i følgende forudsætninger:

Udstedelse af nye aktier

I forbindelse med opkøbet udsteder DSV A/S 56 millioner nye aktier⁵⁶, hvilket betyder, at der ved overtagelsen vil være 244 millioner aktier. De 56 millioner aktier bliver udstedt til kurs 550,4 hvilket var lukkekursen den 29. marts, hvilket var sidste handelsdag før accepten af tilbuddet den 1. april 2019. Dette betyder, at den nye værdi af egenkapitalen i DSV A/S vil være 134.298 millioner kroner, før der bliver genberegnet vægte. I og med at DSV A/S udsteder nye aktier til en værdi af 29,7 milliarder og handler Panalpina til 30,5 milliarder kroner, antages det, at de resterende 800 millioner kroner er likviditetsoverskud, som er opsparet i Q1 2019, hvorfor det ikke får indvirken på de netto finansielle forpligtelser.

⁵⁶ <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2019/04/01/dsv-741-panalpina-og-dsv-enige-om-sammenlaegning/14000029>

Netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser

Det antages, at DSV A/S overtager hele Panalpinas bogførte balance, hvilket betyder, at den konsoliderede balance bliver større. Netto driftsaktiverne bliver derfor 27.001 millioner kroner, og de netto finansielle forpligtelser bliver 8.689 millioner kroner. Panalpinas 31/12/2018 balance er omdannet til danske kroner med en kurs 6,62, hvilket var lukkekursen den ultimo 2018 på CHF. Den konsoliderede bogførte egenkapital bliver herefter 18.312 milliarder kroner.

Fordeling af omsætning

Der er ikke udarbejdet en divisionsopdeling af Panalpina, hvorfor deres omsætning bliver fordelt 50/50 ud på Road- og Air&Sea-divisionerne. Det samme gør sig gældende med selskabernes EBIT.

WACC

I forbindelse med akkvisitionen vil der ske ændringer til den tidligere beregnede WACC, hvorfor der vil være nye parametre at tage udgangspunkt i.

Vægte

Som beskrevet tidligere, bliver der udstedt nye aktier i DSV A/S i forbindelse med opkøbet af Panalpina. Derfor forudsættes følgende vægte til at være:

$$W_{ek} = \frac{134.298}{134.298 + 8.689} = 0,9392$$

$$W_{fk} = \frac{8.689}{134.298 + 8.689} = 0,0608$$

Det bemærkes, at der bruges værdi af egenkapitalen pr. 29 marts 2019 og værdi af fremmedkapital pr. 31 december 2018, hvilket betyder, at der kan være noget forskydning i fremmedkapitalen.

Vægtene vil blive reberegnet efter værdiansættelsen, og som tidligere vil der opstå et cirkulationsproblem, grundet at vi skal bruge markedsværdien af egenkapitalen til at beregne vores WACC, og vi skal bruge vores WACC til at kende markedsværdien af egenkapitalen.

CAPM

Det vurderes, at efter et opkøb af Panalpina vil der ske ændringer i risikoen for DSV A/S, hvilket betyder, at der tages udgangspunkt i følgende parametre:

Den risikofrie rente fastsættes på 0,680% hvilket er tilsvarende den rente, som er benyttet tidligere. Markedsrisikopræmien fastsættes stadig til 5,30% under samme forudsætninger som tidligere. I forhold til Beta, benyttes Common Sense-metoden stadig, og det vurderes, at den systematiske risiko ændres i forhold til den Beta, som DSV A/S har på nuværende tidspunkt, og derfor øges beta til 1, som betyder, at den vil svinge på samme niveau som markedet. CAPM estimeres herefter til følgende:

$$E(R_i) = 0,68\% + 1(5,3\% - 0,68\%) = 5,98\%$$

Afkast til fremmedkapital

Der vurderes at være en mindre ændring i den præmie, som DSV A/S skal betale for at kunne låne penge i markedet, grundet akkvisitionen af Panalpina, og det betyder, at afkastkravet til fremmedkapitalen øges til 2,75% hvilket er 0,05 procentpoint højere, end DSV A/S havde før akkvisitionen. Stigningen skyldes den systematiske risiko i forbindelse med opkøbet.

Skattesats

På trods af den højere effektive skattesats i Panalpina vurderes det, at skattesatsen bibeholdes på det niveau, som DSV A/S har haft. Hvilket betyder, at det forudsættes, at skattesatsen på 24,02% fortsættes.

Estimering af WACC

På baggrund af de nye forudsætninger fastsættes WACC før genberegning af vægte til følgende:

$$WACC = 93,92\% * 5,98\% + 6,08\% * 2,75\% * (1 - 0.2402) = 5,78\%$$

Det bemærkes, at den beregnede WACC er højere end den WACC, som blev benyttet ved værdiansættelse af DSV A/S, hvilket skyldes, at det vurderes, at der er en højere risiko.

Værdiansættelse af DSV efter opkøbet af Panalpina

Base case

Budgetperiode

De førnævnte faktorer har medført nedenstående budget:

(DKK mio.)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
Salgsvækst - A&S division	5,1%	4,00%	4,00%	4,50%	4,50%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,50%	2,50%
Salgsvækst - Road division	1,6%	1,30%	1,40%	1,40%	1,50%	1,50%	1,30%	1,50%	1,70%	2,00%	2,50%	2,50%
Salgsvækst - Solutions division	17,4%	15,00%	12,00%	12,00%	10,00%	10,00%	9,00%	9,00%	8,00%	6,00%	2,50%	2,50%

Det bemærkes, at der i den første del af perioden er en nedgang i salgsvæksten, hvilket skyldes, at det forudsættes, at der vil være et mindre driftstab i forbindelse med overtagelsen. Dog bliver Solutions-divisionen ikke berørt af opkøbet af Panalpina.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
OG: EBIT før særlige poster - A&S division	7,2%	7,20	7,20	7,20	8,00	8,00	8,00	9,00	9,00	8,00	7,00	7,00
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
		3,00	3,00	3,00	3,70	3,70	3,70	3,70	4,00	4,00	2,80	2,80
OG: Do. - R division	3,0%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
		5,50	5,50	6,00	6,00	6,00	5,50	5,50	5,00	5,00	5,00	5,00
OG: Do. - S division	5,4%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%

Det vurderes, at DSV A/S kan bibeholde der marginer og øge disse en smule i budgetperioden, dette skyldes, at DSV A/S kommer til at styrke deres markedsposition. Dog vurderes overskudsgraden ikke at blive øget af opkøbet af Panalpina.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
AOH, DSV-koncernen	4,41	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053
1/AOH, do.	0,27	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270
1/AOH (netto anlægsaktiver) - organisk		0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090
1/AOH (Netto arbejdskapital) - organisk		0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180

AOH øges en smule i perioden. Dette skyldes, at Panalpina har en historisk højere AOH end DSV A/S, og det vurderes, at de kan benytte sig af den know how, som Panalpina har. AOH vurderes til at være konstant i hele perioden.

Ovenstående forudsætninger giver følgende budget for de kommende 10 år for DSV A/S efter opkøbet af Panalpina.

(DKK mio.)	Budgetperiode 2019-2028										TP
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
Omsætning: Air and Sea division	58.647	60.993	63.738	66.606	69.937	73.433	77.105	80.189	82.595	84.660	86.776
Road division	50.365	51.070	51.785	52.562	53.350	54.043	54.854	55.787	56.902	58.325	59.783
Solutions division	14.836	16.617	18.611	20.472	22.519	24.546	26.755	28.895	30.629	31.395	32.180
Totalomsætning	123.849	128.680	134.134	139.640	145.806	152.023	158.714	164.871	170.126	174.379	178.739
Vækst	4,06%	3,90%	4,24%	4,10%	4,42%	4,26%	4,40%	3,88%	3,19%	2,50%	2,50%
Indtjening: EBIT før særlige poster											
A&S division	4.223	4.392	4.589	5.329	5.595	5.875	6.939	7.217	6.608	5.926	6.074
<i>Andel</i>	<i>64,5%</i>	<i>64,2%</i>	<i>63,2%</i>	<i>62,7%</i>	<i>62,7%</i>	<i>63,7%</i>	<i>66,5%</i>	<i>66,3%</i>	<i>63,4%</i>	<i>64,9%</i>	<i>64,9%</i>
Road division	1.511	1.532	1.554	1.945	1.974	2.000	2.030	2.231	2.276	1.633	1.674
<i>Andel</i>	<i>23,1%</i>	<i>22,4%</i>	<i>21,4%</i>	<i>22,9%</i>	<i>22,1%</i>	<i>21,7%</i>	<i>19,4%</i>	<i>20,5%</i>	<i>21,9%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,9%</i>
Solutions division	816	914	1.117	1.228	1.351	1.350	1.472	1.445	1.531	1.570	1.609
<i>Andel</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,4%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,1%</i>	<i>13,3%</i>	<i>14,7%</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,2%</i>
Total EBIT før særlige poster	6.550	6.838	7.259	8.502	8.920	9.224	10.441	10.893	10.415	9.129	9.357
Vækst	5,11%	4,40%	6,17%	17,11%	4,92%	3,41%	13,19%	4,34%	-	12,35%	2,50%
Total EBIT før særlige poster /omsætning	5,29%	5,31%	5,41%	6,09%	6,12%	6,07%	6,58%	6,61%	6,12%	5,24%	5,24%
Skat af EBIT før særlige poster	1.574	1.643	1.744	2.042	2.143	2.216	2.508	2.617	2.502	2.193	2.248
NOPAT	4.976	5.195	5.515	6.459	6.777	7.008	7.932	8.276	7.913	6.936	7.109
Særlige poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skat af særlige poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Særlige poster efter skat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT efter skat	4.976	5.195	5.515	6.459	6.777	7.008	7.932	8.276	7.913	6.936	7.109
NDA - investeret kapital	28.114	29.210	30.448	31.698	33.098	34.509	36.028	37.426	38.619	39.584	40.574
Ændring i NDA	1.113	1.097	1.238	1.250	1.400	1.411	1.519	1.398	1.193	965	990

Værdiansættelse Discounted Cash Flow og RIDO

I forbindelse med cirkulationsproblemet er WACC blevet genberegnet, og det betyder, at WACC er 5,79 % I stedet for 5,78%.

DCF		
PV FCF (budgetperiode)		39.297
PV FCF (terminalperiode)		105.968
EV FCF		145.266
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)		6.677
Markedsværdi af egenkapital		138.589
Antal udestående aktier (1.000 stk.)		244.000
Værdi pr. aktie per 31.03.2019		568

Det bemærkes, at 27,05% af equity value stammer fra budgetperioden, hvilket er en smule højere end ved værdiansættelse af DSV A/S alene, hvilket er positivt. De resterende 72,95% er fra terminalperioden.

RIDO		
PV FCF (budgetperiode)		34.844
PV FCF (terminalperiode)		83.421
NDA (ultimo 2018)		27.001
EV RIDO		145.266
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)		6.677
Markedsværdi af egenkapital		138.589
Antal udestående aktier (1.000 stk.)		244.000
Værdi pr. aktie 31.03.2019		568

Det bemærkes, at 24% af værdi stammer fra budgetperioden, 57% fra terminalperioden og de resterende 19% er netto driftsaktiverne.

Dette betyder, at efter overtagelsen af Panalpina er værdien af DSV A/S 138.589 millioner kroner, hvilket betyder, at opkøbet af Panalpina til 30,5 milliarder kroner tilføjer selskabet en værdi på cirka

22,8 milliarder kroner. Det betyder alt andet lige, at DSV A/S efter overtagelsen har betalt en ekstra præmie på tæt på 7,71 milliarder kroner.

Best case

Der tages ligeledes højde for et scenarie, hvor DSV A/S formår at øge deres overskudsgrad og salgsvækst. Dette skyldes, at DSV A/S historisk har været dygtige til at overtage konkurrenter og øge deres marginer. Der tages udgangspunkt i følgende vækst:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028 TP
Salgsvækst - A&S division	8,00%	8,00%	8,00%	7,00%	7,00%	6,50%	6,50%	5,00%	4,00%	2,50%	2,50%
Salgsvækst - Road division	4,00%	4,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	3,00%	2,50%	2,50%	2,50%
Salgsvækst - Solutions division	17,00 %	17,00 %	15,00 %	14,00 %	13,00 %	12,00 %	11,00 %	8,00%	6,00%	2,50%	2,50%

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028 TP
OG: EBIT før særlige poster - A&S division	8,00%	8,00%	8,00%	9,00%	9,00%	10,00 %	10,00 %	10,50 %	10,50 %	10,00 %	10,00 %
OG: Do. - R division	3,00%	3,00%	4,00%	4,00%	4,50%	4,50%	4,20%	4,20%	4,00%	4,00%	4,00%
OG: Do. - S division	5,50%	6,00%	6,00%	7,00%	7,00%	8,00%	7,50%	7,25%	7,00%	7,00%	7,00%

WACC er blevet reberegnet til 5,68%

DCF		
PV FCF (budgetperiode)		50.158
PV FCF (terminalperiode)		187.946
EV FCF		238.104
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)		6.677
Markedsværdi af egenkapital		231.427
Antal udestående aktier (1.000 stk.)		244.000
Værdi pr. aktie per 31.03.2019		948,5

RIDO		
PV FCF (budgetperiode)		50.671
PV FCF (terminalperiode)		160.432
NDA (ultimo 2018)		27.001
EV RIDO		238.104
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)		6.677
Markedsværdi af egenkapital		231.427
Antal udestående aktier (1.000 stk.)		244.000
Værdi pr. aktie 31.03.2019		948,5

Det ses, at i best case-scenariet er kursen 948,5, svarende til en samlet værdi på 231 milliarder kroner. Dette betyder, at købet af Panalpina tilføjer værdi på 85 milliarder kroner i forhold til købssummen. Det bemærkes, at budgetperioden kun udgør 21% af den samlede equity value i DCF-modellen, hvilket er 6 procentpoint mindre end basecase, hvilket øger usikkerheden af værdi.

Worst case

Der tages også højde for et scenarie, hvor opkøbet af Panalpina ikke giver de synergier, som er forventet, og den kommende vækst udebliver. Det betyder, at DSV A/S' overskudsgrad falder betragteligt:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028 TP
Salgsvækst - A&S division	4,00%	4,00%	4,00%	3,75%	3,50%	3,25%	3,00%	3,00%	2,75%	2,50%	2,50%
Salgsvækst - Road division	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,30%	1,20%	1,10%	1,00%	1,00%	2,50%
Salgsvækst - Solutions division	14,00%	12,00%	10,00%	9,00%	7,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,50%	2,50%	2,50%

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028 TP
OG: EBIT før særlige poster - A&S division	9,00%	8,25%	7,50%	7,75%	7,00%	6,25%	5,50%	4,75%	4,00%	3,50%	3,50%
OG: Do. - R division	2,70%	2,70%	2,70%	2,50%	2,00%	1,75%	1,75%	1,50%	1,00%	1,00%	1,00%
OG: Do. - S division	4,50%	4,25%	4,00%	3,75%	3,50%	3,25%	3,00%	2,75%	2,50%	2,25%	2,25%

WACC er blevet genberegnet til 5,58 %

DCF	
PV FCF (budgetperiode)	27.953
PV FCF (terminalperiode)	39.850
EV FCF	67.803
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)	6.677
Markedsværdi af egenkapital	61.126
Antal udestående aktier (1.000 stk.)	244.000
Værdi pr. aktie pr. 31.03.2019	251

RIDO	
PV FCF (budgetperiode)	22.080
PV FCF (terminalperiode)	18.721
NDA (ultimo 2018)	27.001
EV RIDO	67.803
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)	6.677
Markedsværdi af egenkapital	61.126
Antal udestående aktier (1.000 stk.)	244.000
Værdi pr. aktie 31.03.2019	251

Faldet i overskudsgraden slår i høj grad i gennem i forhold til kursen og værdien af terminalperioden. Ovenstående værdiansættelse giver en værdi på 61,1 milliarder kroner, og med en samlet værdi af DSV A/S før opkøbet på 115,8 milliarder kroner og en pris for Panalpina på 30,5 milliarder kroner, taber DSV A/S værdi for 85 milliarder kroner.

Værdiansættelse af DSV ved alternativ kapitalstruktur

Dette afsnit omhandler den teoretiske mulighed ved, at købet af Panalpina på 30,5 milliarder kroner bliver fremfundet på en alternativ metode. Nedenstående tager udgangspunkt i samme forudsætninger som ved værdiansættelsen i base case-scenariet.

De forrige scenarier har taget udgangspunkt i, at Panalpina bliver 100% finansieret af egenkapital ved udstedelse af nye aktier. Hvis DSV A/S i stedet vælger en alternativ kapitalstruktur, som også består af ny fremmedfinansiering.

Der tages udgangspunkt i 40% egenfinansiering i form af udstedelse af nye aktier og 60% fremmedfinansiering. Dette betyder, at den bogførte egenkapital vil være 0 foruden eventuelt aktiveret goodwill i forbindelse med akkvisitionen. Det vil betyde, at vores WACC falder til 5,44 %, og vores værdi af DSV A/S inklusive gæld vil være på 135,4 milliarder kroner, hvilket er 3 milliarder mindre end vores base case-scenarie, hvilket betyder, at løsningen ikke er interessant. Det bemærkes dog, at Equity value er væsentligt højere, men da konkursrisikoen øges i dette scenarie, vil dette blive forkastet.

Hvis DSV A/S vælger at foretage opkøbet med 100% fremmedkapital, svarende til netto finansielle forpligtelser på 39,1 milliarder kroner, vil selskabets WACC nedbringes til 5,25%, og equity value vil øges til 173,7 milliarder kroner. Dog vil den samlede værdi af virksomheden være 134,5 milliarder kroner, hvilket betyder, at DSV A/S stadig ikke vil tilføje selskabet værdi ved den ændrede kapitalstruktur.

Øget gæld kan dermed konkluderes, ud fra de ovenstående scenarier, til at øge equity value, men det vil ikke øge markedsværdien af DSV A/S.

Følsomhedsanalyse

For at kunne estimere, hvor stor en betydning WACC har for den samlede værdiansættelse, er der udarbejdet en følsomhedsanalyse på WACC-niveau. Analysen tager udgangspunkt i samme

forudsætninger som base case-værdiansættelsen af DSV A/S før opkøbet af Panalpina. Analysen vil kunne udarbejdes på konsolideret basis også.

WACC	Kurs
3%	3.522
4%	1157
5%	684
6%	481
7%	368
8%	296
9%	246
10%	210
11%	182
12%	160
13%	142
14%	127
15%	114

Det bemærkes, at der ikke estimeres med en lavere WACC end 3%, dette skyldes, at værdiansættelse ikke kan håndtere en WACC, der er lavere end væksten i terminalværdiperioden. Det konstateres, at modellen giver en uforholdsmæssig høj værdi ved en WACC på 3%, hvilket betyder, at den lave WACC allerede der giver støj i forhold til værdiansættelse.

Det kan konkluderes, at DSV A/S ligesom alle andre selskaber kan øge deres værdi ved at mindske deres WACC. For DSV A/S vil den primære behandlingsmåde at få deres WACC ned på være at mindske deres afkast til egenkapitalen grundet deres overvægt af egenkapital. Dette kan gøres ved at mindske deres Beta fra 0,9 til et lavere niveau. Hvis de mindskede Beta til eksempelvis 0,7, hvilket ikke er urealistisk, vil det mindske deres WACC til 4,26 % og øge værdien pr. aktie til 981 kroner, som er 365 kroner mere end den beregnede kurs på 616 kroner pr. aktie.

En af de andre parametre der har stor betydning for værdien af DSV A/S, både før og efter opkøbet af Panalpina, er Overskudsgraden. Nedenfor er der estimeret værdi af DSV A/S ved ændring i overskudsgraden i terminalværdiperioden:

OG - A/S	OG - R	OG - S	Kurs
4,00%	1,00%	2,00%	329
4,50%	1,25%	2,50%	377
5,00%	1,50%	3,00%	425
5,50%	1,75%	3,50%	473
6,00%	2,00%	4,00%	520
6,50%	2,25%	4,50%	568
7,00%	2,50%	5,00%	616
7,50%	3,00%	5,50%	671
8,00%	3,50%	6,00%	727
8,50%	4,00%	6,50%	782
9,00%	4,50%	7,00%	837
9,50%	5,00%	7,50%	877
10,00%	5,50%	8,00%	948

Det bemærkes at ændring er relativ statisk, ved en stigning på 0,5 procentpoint stiger kursen på DSV A/S med gennemsnitlig 55 kroner pr. aktie, hvilket svarer til tæt på 10 milliarder kroner, hvilket udgør 9% af den samlede værdi af DSV A/S. Et fald i overskudsgraden for DSV A/S på 0,5 procentpoint i Air&Sea og Solution-divisionerne og 0,25 procentpoint i Road-divisionen, vil betyde et gennemsnitlig fald i aktiekursen på 48 kroner pr. aktie, hvilket svarer til tæt på 9 milliarder kroner, hvilket udgør 7,79% af den samlede værdi af DSV A/S.

Ændringen i overskudsgraden er et parameter som DSV A/S i højere grad kan håndtere end deres ændring i Beta som vil kunne give en lavere WACC.

Det vurderes realistisk at DSV A/S kan formå at øge deres overskudsgrad eller som minimum holde den på 2018 niveau.

Model kritik

De valgte værdiansættelsesmodeller er foretrukket fremfor multiple værdiansættelse, hvor du ganger EBITDA med en branche bestemt multiple, og Gordons dividendemodel, hvor du bestemmer værdien af selskabet ud fra udbytte. De fravalgte modeller har deres begrænsninger, den multiple værdiansættelse er oplagt til sammenligning i branchen, men ikke ideel til værdiansættelse, grundet det manglende fokus på fremtidig indtjening. Gordons dividendemodel er afhængig af et udbytte, og kan derfor kun bruges ved virksomheder der udbetaler udbytte.

Dog har de valgte modeller også deres fejl og mangler.

Discounted Cash flow

Fordelen ved DCF-modellen er, at du udarbejder den ud fra en rentabilitetsanalyse, som skal determinere den kommende vækst. Dette betyder at værdien bliver bestemt ud fra det kommende cash flow, som også er det investor køber sig ind i. Ulempen er at store dele af værdien stammer fra terminalværdiperioden, som i de udarbejdede modeller er 10 år ude i fremtiden og det kan være svært at spå om fremtiden. Investeringer, som trækkes fra det frie cash flow, betragtes som et værditab, og dette betyder der er et krav til at øge din omsætning ved investeringer. Modellen tager ikke højde for den bogførte balance, og det betyder at modellen vil have sine begrænsninger i brancher hvor der er store aktivmasser, som eksempelvis ejendomsselskaber.

Den har ligeledes sin begrænsning ved cirkulationsproblematikken. Du skal bruge din WACC for at bestemme værdien af virksomheden og du skal bruge værdien af virksomheden til at determinere dine vægte, som skal bruges til at beregne din WACC.

Modellen er yderst påvirkelig ved ændringer i WACC, og WACC-beregningen har mange komponenter som kan påvirkes af udefra kommende faktorer.

Modellen er dog foretrukket, grundet det er den mest gængse i branchen og den er hyppigt brugt i erhvervslivet.

Residualindkomstmodellen

Fordelen ved RIDO-modellen er, at du på samme måde som DCF-modellen bygger din budgetperiode ud fra en rentabilitetsanalyse. Dog har RIDO-modellen et ekstra parameter i og med den tager højde for netto driftsaktiverne. Det betyder at din terminalværdi bliver mindre, og dermed vurderes det at din værdi bliver mere eksakt, i og med usikkerhedsfaktorerne mindskes. Modellen kræver dog tilstrækkeligt med regnskabsmateriale og at den bogførte balance er kurant.

Ens for begge modeller er at post data ligger til grund for fremtidige data, og dette vil altid give dele af subjektivitet. Dertil har RIDO-modellen også et cirkulationsproblem i forhold til WACC.

Konklusion

DSV A/S har formået at blive en solstrålehistorie i dansk erhvervsliv. Deres strategi omkring succesfulde opkøb og Asset light-model har vist sig at være den helt rette, i og med de på lidt over 40 år har evnet at blive den 5 største udbyder på deres marked, og den 6 største danske virksomhed målt på omsætning. Efter den kommende akkvisition af Panalpina vil de alt andet end lige blive blandt de 3-4 største inden for deres branche og i top-3 af danske virksomheder målt på omsætning. Deres primære strategiske value drivers, som ligger til grund for deres historiske vækst og den budgetterede er:

- Asset light-modellen
- Forhandlingsposition
- Markedspenetrering
- One stop shopping virksomhed

DSV A/S klare strategi har medført, at de i høj grad har kunne overtage konkurrenter, uden den samme regnskabsmæssige performance, og fået dem integreret og løftet til DSV A/S niveau. Det betyder at DSV A/S i høj grad formår, at få højere dækningsgrader end deres konkurrenter og med deres Asset light-strategi, formår de at have en højere overskudsgrad og ROIC. DSV A/S finansielle value drivers, der ligger til grund for den historiske performance og den budgetterede, er:

- Fokus på overskudsgraden
- Optimal kapitalstruktur
- Øget markedsandele i Air&sea-divisionen
- Asset light

Det har betydet at DSV A/S i denne opgave er blevet værdiansat til en fair value på 115,8 milliarder danske kroner, hvilket er 35 milliarder kroner mere end lukke kursen var ultimo 2018. Det noteres også at DSV A/S under opgaveskrivning er steget med 147 kroner pr. aktie (17 april 2019) svarende til 27,6 milliarder kroner, hvilket betyder markedet har tiltro til at det kommende opkøb skaber yderligere værdi for DSV A/S.

DSV A/S oplyste primo januar 2019 at de havde sendt et bud afsted på Panalpina og de blev ultimo marts enige om en transaktion på 30,5 milliarder danske kroner, som er det største opkøb DSV A/S

nogensinde har foretaget. For at undersøge hvorvidt opkøbet af Panalpina var til "fair value", blev Panalpina værdiansat og vurderet til 13,78 milliarder danske kroner, hvilket er 16,7 milliarder kroner under den pris, som DSV A/S ender med at betale.

DSV A/S har, som beskrevet, været meget dygtige til at opkøbe og integrere mindre profitable virksomheder, og derfor blev der udarbejdet en konsolideret værdiansættelse af de to selskaber, som viste en base case værdi på 138,6 milliarder danske kroner, hvilket betyder at den ekstra præmie, som DSV A/S betaler, efter konsolidering, er på 7,71 milliarder kroner, svarende til 25% af købssummen. Dog viser best- og worst case scenariet at ud fra de valgte faktorer kan prisen svinge mellem 948,5 kr. pr. aktie til 251 kr. pr. aktie.

Købet af Panalpina bliver, som udgangspunkt foretaget med 100% egenkapital og dertil overtager de, de eksisterende forpligtelser. Dog blev der udarbejdet forskellige scenarier med forskellige kapitalstrukturer, scenarierne viste at det var muligt at øge Equity value, men markedsværdien af DSV A/S blev ikke øget, grundet at markedsværdien af de netto finansielle forpligtelser ville blive større. Dog viser modellen at en øget del af fremmedfinansiering vil give en lavere WACC.

Der blev ud fra base case scenariet før opkøbet af Panalpina simuleret følsomhed på WACC- og Overskudsgrad niveau, denne analyse viste, at de valgte værdiansættelsesmodeller er yderst følsomme over for mindre ændringer og et fald i WACC på 0,26 procentpoint, vil betyde en stigning i værdien på 12,8 milliarder danske kroner. Det ses også at en positiv ændring i overskudsgraden i terminalværdiperioden på 0,5 procentpoint vil give en værdistigning på 10 milliarder kroner, hvilket er 9% af den samlede værdi af DSV A/S før opkøbet af Panalpina. Dog vil et tilsvarende fald også betyde et fald i værdien på 9 milliarder kroner.

Effekten af opkøbet af Panalpina har uden tvivl en stor betydning for DSV A/S, men det kan ikke 100% determineres hvor stor, før den endelige akquisition er gennemført. Det er dog sikkert at med den ændrede kapitalstruktur og øget markedsandel så vil DSV A/S være en mastodont på transport- og logistikmarkedet.

Litteraturliste

Bøger

- Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – 5 udgave – Ole Sørensen – Gjellerup
- Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies – 6 udgave – Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels – McKinsey & Company
- Principles of Corporate Finance – 12 udgave – Brealey, Myers & Allen – McGraw-Hill International Edition

Artikler og hjemmesider

- <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/investment-banking-technical-training/discounted-cash-flow-analysis/>
- <http://www.dk.dsv.com/om-dsv/Vision/Historie>
- <https://www.kfst.dk/afgoerelser-ruling/konkurrenceomraadet/afgoerelser/2000/dsvs-overtagelse-af-dfds-dan-transport-group/>
- https://penge.borsen.dk/artikel/1/134483/dsv_klar_til_flere_milliard-opkoeb.html
- <https://www.berlingske.dk/virksomheder/dsv-formand-endelig-lykkes-det>
- <http://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/News/2015/Oktober/DSV-indgaar-aftale-om-koeb-af-UTi-Worldwide-Inc>
- <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2019/02/15/nyt-dsv-bud-paa-panalpina/13974554>
- <https://www.professionalacademy.com/blogs-and-advice/marketing-theories---pestel-analysis>
- <https://www.lucidchart.com/blog/what-is-strategy>
- <https://www.finansforbundet.dk/da/nyheder-aktuelt/Sider/Mobilepayerdanskernesmestpopulaereapp.aspx>
- <http://nyheder.tv2.dk/forside/2015-01-13-du-kan-koebe-verdens-foerste-3d-printede-bil-allerede-i-aar>
- <https://www.dtu.dk/om-dtu/nyheder-og-presse/dynamo1/2017/05/3-tema-syv-ting-man-kan-3d-printe?id=59e99021-21bf-40e7-b3f5-5d8dd98e7bd0>

- <https://www.panalpina.com/www/global/en/home/AboutPanalpina/organization.html>
- <https://www.panalpina.com/www/global/en/home/AboutPanalpina/History.html>
- https://www.panalpina.com/www/global/en/home/products_solutions/logistics/
- <https://www.investopedia.com/terms/r/repurchaseagreement.asp>
- <https://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/dsv-a-s/335810/historik>
- <https://www.cnn.com/2019/03/27/global-bond-market-has-been-spooked-and-big-interest-rate-slide-not-likely-to-be-over-yet.html>
- <https://tradingeconomics.com/gdbr30yr:ind>
- <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2049049>
- <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2019/04/01/dsv-741-panalpina-og-dsv-enige-om-sammenlaegning/14000029>
- <https://finance.yahoo.com/quote/PWTN.SW/history?p=PWTN.SW>
- <https://tradingeconomics.com/switzerland/corporate-tax-rate>
- <https://www.berlingske.dk/virksomheder/danske-bank-saelger-historisk-hovedsaede-i-milliardhandel>
- <http://www.dk.dsv.com/banetransport/banetransport-i-Europa>
- <https://www.pwc.dk/da/nyt/2016/leasingstandard-ifs-16.pdf>
- <https://www.dr.dk/nyheder/udland/moerke-skyer-over-oekonomien-paa-det-afrikanske-kontinent>
- <https://da.tradingeconomics.com/country-list/gdp-growth-rate?continent=africa>
- <https://markedsforing.dk/artikler/search/amazon-der-snart-det-hele>
- <https://www.bt.dk/udland/nu-staar-disse-landes-politikere-i-koe-vi-vil-ogsaa-ud-af-eu>
- <https://finans.dk/okonomi/ECE10209124/eksperter-advarer-gaeldskrisen-kan-komme-tilbage/?ctxref=ext>
- <http://nyheder.tv2.dk/politik/2018-10-02-regeringen-vil-stoppe-salg-af-nye-diesel-og-benzinbiler-i-2030>
- <https://www.amazon.com/Amazon-Prime-Air/b?ie=UTF8&node=8037720011>
- http://www.labourprotect.co.za/BEE_scorecard.htm

Andet

- Investor presentation – CBS 13 november 2018 af Flemming Ole Nielsen EVP Investor Relations and Corporate Communication DSV
- Analysetilgang – 27 november 2018 af Ricky S. Rasmussen Chefanalytiker Nykredit
- Planchesæt HD2, Organisation og Ledelse WS-3 – Villy Dyhr, Kim Buch & Michael Steffensen

- Formeloversig til Corporate Finance HDF 2018

Regnskaber

- DSV A/S
 - 2014 - <http://investor.dsv.com/financials>
 - 2015 - <http://investor.dsv.com/financials>
 - 2016 - <http://investor.dsv.com/financials>
 - 2017 - <http://investor.dsv.com/financials>
 - 2018 - <http://investor.dsv.com/financials>
- Panalpina
 - 2015 - https://www.panalpina.com/content/www/global/en/home/investors/annual_report/annual_report_archive.html
 - 2016 - https://www.panalpina.com/content/www/global/en/home/investors/annual_report/annual_report_archive.html
 - 2017 - https://www.panalpina.com/content/www/global/en/home/investors/annual_report/annual_report_archive.html
 - 2018 - https://www.panalpina.com/www/global/en/home/investors/annual_report.html

Bilag

Excel ark – Panalpina Regnskab og værdiansættelse

Årsregnskab

RESULTATOPGØRELSE					
(CHF mio.) (CHFm)		2018	2017	2016	2015
Nettoomsætning	Net revenue	6.036	5.533	5.196	5.855
Direkte omkostninger	Direct cost	-4.536	-4.135	-3.771	-4.382
Bruttofortjeneste	Gross profit	1.500	1.398	1.425	1.473
Andre eksterne indtægter	Other external income	-285	-362	-422	-409
Personaleomkostninger	Staff costs	-926	-890	-871	-896
Resultat af drift	Operating	289	146	132	168
Afskrivning og amortisering	Amortisation	-171	-43	-50	-51
Resultat af drift og afskrivning	Operation	118	103	82	117
Særlige poster	Special items	0	0	0	0
Resultat af drift og særlige poster	Operation	118	103	82	117
Finansielle indtægter	Financial income	3	3	3	4
Finansielle udgifter	Financial expense	-14	-5	-3	-4
Resultat før skat	Profit before tax	107	101	82	117
Skat af årets resultat	Tax on profit	-32	-44	-29	-29
Årets resultat	Profit for the year	75	57	53	88
TOTALINDKOMST					
Total comprehensive income					
(CHF mio.) (CHFm)		2018	2017	2016	2015
Årets resultat	Profit for the year	75	57	53	88
Valutakurs	Net exchange	0			
Værdiregulering	Fair value	0			
Værdiregulering	Fair value	0			
Værdiregulering	Fair value	0			
Aktuarmæssige udgifter	Actuarial gains	0			
Skat af andre indtægter	Tax on other income	0			
Anden totalindkomst	Other comprehensive income	-39	30	-1	-103
Totalindkomst i alt	Total comprehensive income	36	87	52	-15

BALANCE sheet					
Aktiver Assets					
(CHF mio.)	CHFm	2018	2017	2016	2015
Immaterielle	Intangible	119	88	98	99
Materielle	Property, p	415	97	64	78
Andre tilgo	Other rece	40	51	27	27
Udskudt sk	Deferred ta	68	63	72	71
Langfristed	Total non-c	642	299	261	275
Tilgodehav	Trade rece	1.063	1.004	848	888
Igangvære	Work in pr	137	93	60	66
Andre tilgo	Other rece	114	129	101	104
Likvider og	Cash and c	291	314	390	394
Aktiver bes	Assets held	6	0		1
Kortfristed	Total curre	1.611	1.540	1.399	1.453
Aktiver i al	Total asset	2.253	1.839	1.660	1.728
Passiver Equity and liabilities					
(CHF mio.)		2018	2017	2016	2015
Aktiekapita	Share capit	2	2	2	2
Reserver	Reserves	563	606	606	639
Aktionære	Sharehold	565	608	608	641
Minoritets	Non-contro	6	6	9	12
Egenkapita	Total equit	571	614	617	653
Udskudt sk	Deferred ta	16	11	5	10
Pensioner	Pensions a	54	59	56	61
Hensatte fo	Provisions	33	36	43	38
Finansielle	Financial l	435	52	41	31
Langfristed	Total non-c	538	158	145	140
Hensatte fo	Provisions	19	22	23	18
Finansielle	Financial l	106	4	7	3
Leverandør	Trade paya	453	491	408	446
Igangvære	Work in pr	331	305	244	223
Anden gælt	Others pay	220	228	198	225
Selskabssk	Corporatio	15	17	18	20
Kortfristed	Total curre	1.144	1.067	898	935
Forpligtels	Total liabili	1.682	1.225	1.043	1.075
Passiver i al	Total equit	2.253	1.839	1.660	1.728

Reformulering

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE samt udbygget til analys

(DKK mio.)	2018	2017	2016	2015
Driftsaktiviteter				
Totalomsætning	6.036	5.533	5.196	5.855
Direkte omkostninger - ikke divisionsfordelt	-4.536	-4.135	-3.771	-4.382
Bruttofortjeneste	1.500	1.398	1.425	1.473
Bruttofortjeneste, andel af omsætning	24,9%	25,3%	27,4%	25,2%
Andre eksterne omkostninger - ikke divisions	-285	-362	-422	-409
Personaleomkostninger - ikke divisionsforde	-926	-890	-871	-896
Resultat af primær drift før afskrivninger - EBI	289	146	132	168
Andel af omsætningen	4,8%	2,6%	2,5%	2,9%
Afskrivninger på immaterielle og materielle a	-171	-43	-50	-51
Total EBIT før særligeposter	118	103	82	117
<i>Margin</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,0%</i>
Skatteberegning i forhold til Core drift/ operating:				
Rapporteret skat, jf. den officielle årsrapport	-32	-44	-29	-29
Skatteskjold vedr. finansielle poster	0	0	0	0
Skat vedr. særlige driftsposter	0	0	0	0
Samlet skat relateret til driften	32	44	29	29
Skat af aktiviteten "operating"	27,12%	42,72%	35,37%	24,79%
NOPAT (NOPLAT) Core/ kerne/	86	59	53	88
Usædvanlige, ekstraordinære poster:				
Særlige poster (restruktureringsomkostninge	4	2	0	0
Skat af særlige driftsposter	1	1	0	0
Anden totalindkomst efter skat (drift) - dirty s	-39	30	-1	-103
Usædvanlige driftsposter efter skat	42	-29	1	103
<i>Andel af omsætning</i>	<i>0,7%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,8%</i>
<i>I forhold til NOPAT</i>	<i>48,7%</i>	<i>-48,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>117,0%</i>
Samlet driftsoverskud efter skat = DO =EBIT*(	44	88	52	-15
Finansieringsaktiviteter:				
Netto finansielle omkostninger	11	2	0	0
Skatteskjold vedr. finansielle poster	3	1	0	0
Netto finansielle omkostninger efter skat	8	1	0	0
Totalindkomst	36	87	52	-15
Effektiv skatteprocent	27,12%	42,72%	35,37%	24,79%
Kontrol:				
<i>Difference - rapporteret totalindkomst</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Difference - allokeret skat og skat i resultatopg</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Kontrol:				

REFORMULERET BALANCE				
(DKK mio.)	2018	2017	2016	2015
Opgørelse af anlægskapitalen, netto:				
Immaterielle aktiver	119	88	98	99
Materielle aktiver	415	97	64	78
Andre tilgodehavender	40	51	27	27
Udskudt skatteaktiv	68	63	72	71
Udskudt skatteforpligtelse	16	11	5	10
Pensioner og lignende forpligtelser	54	59	56	61
Hensatte forpligtelser	33	36	43	38
Anlægskapital - Netto langfristede aktiver	539	193	157	166
Andel af NDA, ultimo	61,6%	46,9%	48,0%	47,4%
Vækst	179,3%	22,9%	-5,4%	
AOH (anlægskapital, netto)	11,20	28,67	33,10	35,27
1/AOH (anlægskapital, netto)	0,089	0,035	0,030	0,028
Opgørelse af netto arbejdskapitalen:				
Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser	1.063	1.004	848	888
Igangværende arbejder (services og lagre)	137	93	60	66
Andre tilgodehavender	114	129	101	104
Driftslikviditet (1% af omsætningen)	60	55	52	59
Hensatte forpligtelser	19	22	23	18
Leverandørgæld	453	491	408	446
Igangværende arbejder (services og lagre)	331	305	244	223
Anden gæld	220	228	198	225
Selskabsskat	15	17	18	20
Arbejdskapital - netto	336	218	170	185
Andel af NDA, ultimo	38,4%	53,1%	52,0%	52,6%
Vækst	54,1%	28,5%	-7,9%	
AOH (arbejdskapital, netto)	0,1	0,1	0,1	0,1
1/AOH (arbejdskapital, netto)	6,895	13,451	15,892	16,702
NDA - Nettodriftsaktiver	875	411	327	351
Vækst	112,8%	25,8%	-6,7%	0,0%
AOH	6,9	13,5	15,9	16,7
1/AOH	0,15	0,07	0,06	0,06
Bruttoavance/NDA	1,71	3,40	4,36	4,20
NDA/Bruttoavance	0,58	0,29	0,23	0,24
Opgørelse af netto finansielle forpligtelser:				
Overskydende likviditet	231	259	338	335
Aktiver bestemt for salg	6	0	0	1
Finansielle forpligtelser - Langfristede	435	52	41	31
Finansielle forpligtelser - Kortfristede	106	4	7	3
NFF - Netto finansielle forpligtelser	304	-203	-290	-302
Egenkapital	571	614	617	653
<i>Difference - rapporteret egenkapital</i>	0	0	0	0

Alternativ præsentation - samme tal for 2018					
Aktiver		Passiver			
DA-LF	642	DF-LF	103	Anlægskap	539
DA-KF	1.374	DF-KF	1.038	Arbejdskap	336
DA i alt	2.016	DF i alt	1.141	NDA=IC	875
FA	6	FF-LF	435		
FA-likviditet	231	FF-KF	106		
FA i alt	237	FF i alt	541	NFF	304
		EK	571	EK	571
I alt aktive	2.253	I alt passiv	2.253	EK+NFF	875

Rentabilitet

Forudsætninger - input til rentabilitetsanalysen til niveau 1 og 2

	2018	2017	2016	2015	
Egenkapitalen	571	614	617	653	
NDA	875	411	327	351	
NFF	304	-203	-290	-302	Pas på med
DO	44	88	52	-15	
NFO	11	2	0	0	Pas på med
TI	36	87	52	-15	
Omsætningen	6.036	5.533	5.196	5.855	

RENTABILITETSANALYSE	2018	2017	2016	2015	Gennemsnit
Niveau 1: Dekomponering af ROE					
ROE: Egenkapitalens forretning	5,79%	13,98%	8,43%	-2,30%	6,5%
ROIC: Afkast på nettodriftsaktiver	5,0%	21,4%	15,9%	-4,3%	9,5%
Finansiell gearing	0,53	-0,33	-0,47	-0,46	-0,18
Gennemsnitlig lånerente, r	3,6%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,7%
SPREAD: ROIC - r	1,4%	22,3%	15,9%	-4,3%	8,8%

Niveau 2					
OG - EBIT*(1-t) : Overskudsgrad	0,7%	1,6%	1,0%	-0,3%	0,8%
AOH: Aktivernes omsætningshastighed	6,90	13,45	15,89	16,70	13,24

ANALYSE AF VÆKST	2018	2017	2016	GENNEMSNI
Historisk salgsvækst:				
Salgsvækst - alle divisioner	9,1%	6,5%	-11,3%	1,44%

	2018	2017	2016	2015	Gennemsnit
Effektiv skatteprocent	29,91%	43,56%	35,37%	24,79%	33,41%

CAPM

Risikofri rente	0,680%
Beta	0,98
Markedsrisikopræm	5,30%
Afkastkrav til egenk.	5,87%

WACC

Aktiekurs	88,07	
Værdi af egenkapital	2.092	mio. CHF
Værdi af fremmedkap	304	mio. CHF
Wek	0,8730	
Wfk	0,1270	
Afkastkrav til EK	5,87%	
Afkastkrav til FK	3,61%	
WACC	5,43%	

Værdiansættelse

Forudsætninger																
GRÅ er input	Dobbelt				Budgetperiode 2018-2028											TP
(CHF mio.)	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028	
SALGSVÆKST	-11,3%	6,5%	9,1%	9,1%	9,00%	9,00%	9,00%	8,50%	7,00%	6,50%	5,50%	5,00%	4,00%	2,50%	2,50%	
OG	1,0%	1,6%	0,7%	0,7%	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	
Særlige poster (plus/ negativ), andel af omsætning					0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Effektiv skatteprocent	35,4%	42,7%	27,1%	27,1%	35,07%	35,07%	35,07%	35,07%	35,07%	35,07%	35,07%	35,07%	35,07%	35,07%	35,07%	
AOH	15,89	13,45	6,90	6,90	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	6,8699	
1/AOH, do.	0,237	0,323	0,273	0,27	0,1456	0,1456	0,1456	0,1456	0,1456	0,1456	0,1456	0,1456	0,1456	0,1456	0,1456	
Forringelse i 1/AOH grundet opkøb					0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	
1/AOH (netto anlægsaktiver) - organisk	0,030	0,035	0,089		0,0515	0,0515	0,0515	0,0515	0,0515	0,0515	0,0515	0,0515	0,0515	0,0515	0,0515	
1/AOH (Netto arbejdskapital) - organisk	0,063	0,074	0,145		0,0941	0,0941	0,0941	0,0941	0,0941	0,0941	0,0941	0,0941	0,0941	0,0941	0,0941	
WACC				5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	5,43%	

Værdiansættelse																
				Ultimo	Budgetperiode 2018-2028											TP
(DKK mio.)	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028	
Omsætning:																
Totalomsætning	5.196	5.533	6.036	6.036	6.579	7.171	7.817	8.481	9.075	9.665	10.196	10.706	11.134	11.413	11.698	
Vækst	-11,26%	6,43%	9,03%	9,09%	9,00%	9,00%	9,00%	8,50%	7,00%	6,50%	5,50%	5,00%	4,00%	2,50%	2,50%	
Indtjening: EBIT før særlige poster																
Total EBIT før særlige poster	82	103	118	118	105	115	125	136	154	174	194	214	223	228	234	
Vækst	-23,31%	25,61%	14,56%	14,56%	-10,79%	9,00%	9,00%	8,50%	13,68%	12,76%	11,36%	10,53%	4,00%	2,50%	2,50%	
Total EBIT før særlige poster/omsætning	1,58%	1,86%	1,95%	1,95%	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	
Skat af EBIT før særlige poster	29	44	32	32	37	40	44	48	54	61	68	75	78	80	82	
NOPAT	53	59	86	86	68	75	81	88	100	113	126	139	145	148	152	
Særlige poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Skat af særlige poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Særlige poster efter skat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBIT efter skat	53	59	86	86	68	75	81	88	100	113	126	139	145	148	152	
NDA - investeret kapital	327	411	875	875	958	1.044	1.138	1.235	1.321	1.407	1.484	1.558	1.621	1.661	1.703	
Ændring i NDA	-24	84	464	464	82	86	94	97	86	86	77	74	62	41	42	

DCF																
					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
PV FCF (budgetperiode)				179	0,948	0,900	0,853	0,809	0,768	0,728	0,690	0,655	0,621	0,589		
PV FCF (terminalperiode)				2.217	-13	-11	-11	-7	11	20	33	42	51	63		
EV FCF				2.396												3.763
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)				304												
Markedsværdi af egenkapital				2.092												
Antal udestående aktier (1.000 stk.)				23.750												
Værdi pr. aktie per 31.12.2018				88,07												
RIDO																
					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
PV FCF (budgetperiode)				282	20	20	21	21	25	30	34	38	37	35		
PV FCF (terminalperiode)				1.238												2.102
NDA (ultimo 2018)				875												
EV RIDO				2.396												
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)				304												
Markedsværdi af egenkapital				2.092												
Antal udestående aktier (1.000 stk.)				23.750												
Værdi pr. aktie 31.12.2018				88,07												

Excel ark – DSV Panalpina Budget RIDO DCF

Årsregnskab

32 Income statement (p. 44 ÅR 2018)											
	3 (DK)	2018	2018	2017	2017	2016	2016	2015	2015	2014	2014
Nettoomsætning	Net	79.053	163	74.901	154	67.747	139	50.869	105	48.582	100
Direkte omkostninger	Dir	-61.564	161	-58.296	152	-51.909	136	-39.668	104	-38.285	100
Bruttofortjeneste	Gro	17.489	170	16.605	161	15.838	154	11.201	109	10.297	100
Andre eksterne omkostninger	Oth	-3.036	148	-3.110	151	-3.307	161	-2.149	104	-2.058	100
Personaleomkostninger	Sto	-8.241	162	-7.831	154	-8.281	163	-5.477	108	-5.094	100
Resultat af primær drift før afskrivninger og særlige poster	Ope	6.212	198	5.664	180	4.250	135	3.575	114	3.145	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	Am	-762	146	-786	151	-775	149	-525	101	-521	100
Resultat af primær drift før særlige poster = EBIT før særlige poster	Ope	5.450	208	4.878	186	3.475	132	3.050	116	2.624	100
Særlige poster, omkostninger	Spe	0	0	-525	173	-1.002	330	-58	19	-304	100
Resultat af driften = EBIT efter særlige poster	Ope	5.450	235	4.353	188	2.473	107	2.992	129	2.320	100
Finansielle indtægter	Fin	130	283	94	204	222	483	47	102	46	100
Finansielle omkostninger	Fin	-379	108	-650	185	-406	115	-350	99	-352	100
Resultat før skat	Pro	5.201	258	3.797	189	2.289	114	2.689	134	2.014	100
Skat af årets resultat	Tax	-1.213	232	-785	150	-611	117	-631	121	-523	100
Årets resultat	Pro	3.988	267	3.012	202	1.678	113	2.058	138	1.491	100
Resultat for perioden fordeles således:	Profit for the year attributable to:										
Aktionærer i DSV A/S	Sha	2.981		2.981		1.668		2.056		1.490	
Minoritetsinteresser	Nor	31		31		10		2		1	

TOTALINDKOMSTOPGØRELSE		Total comprehensive income							
(DKK mio.)	(DKK)	2018	2017	2016	2015	2014			
Årets resultat	Pro	3.988	3.012	1.678	2.058	1.491			
Valutakursregulering, udenlandske virksomheder	Net	-138	-430	190	-50	-195			
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	Fai	-4	28	5	64	-45			
Værdiregulering af sikring af investeringer	Fai	0	0	-101	0	0			
Værdiregulering af sikringsinstrumenter overført til fin. omk.	Fai	0	3	12	29	57			
Aktuarmæssige gevinster/tab	Act	-70	179	-214	107	-323			
Skat af anden totalindkomst	Tax	13	-36	54	-33	62			
Anden totalindkomst efter skat	Oth	-199	-256	-54	117	-444			
Totalindkomst i alt		3.789	2.756	1.624	2.175	1.047			
Totalindkomst for perioden fordeles således:		Total comprehensive income attributable to:							
Aktionærer i DSV A/S	Sha	3.795	2.726	1.634	2.173	1.046			
Minoritetsinteresser	Nor	-6	30	-10	2	1			

BALANCE (side 46 ÅR 2018)		Balance sheet									
Aktiver		Assets									
(DKK mio.)	DKK	2018	2018	2017	2017	2016	2016	2015	2015	2014	2014
Immaterielle aktiver	Inta	16.742		16.573		17.247		8.996		8.928	
Materielle aktiver	Pro	2.490		2.431		3.334		3.568		3.927	
Andre tilgodehavender	Oth	291		257		317		119		297	
Udskudt skatteaktiv	Def	851		965		1.031		515		488	
Langfristede aktiver i alt	Tot	20.374		20.226		21.929		13.198		13.640	
Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser	Tra	13.252		12.557		12.338		7.799		7.854	
Igangværende arbejder (services og lagre)	Wo	2.272		1.762		2.026		588		744	
Andre tilgodehavender	Oth	1.662		1.778		1.850		1.232		985	
Likvider og likvide reserver	Cas	1.158		1.348		1.714		4.908		432	
Aktiver bestemt for salg	Ass	94		717		510		0		25	
Kortfristede aktiver i alt	Tot	18.438		18.162		18.438		14.527		10.040	
Aktiver i alt	Tot	38.812		38.388		40.367		27.725		23.680	

Passiver	Equity and liabilities										
(DKK mio.)		2018	2018	2017	2017	2016	2016	2015	2015	2014	2014
Aktiekapital	Sha	188		190		190		192		177	
Reserver	Res	14.373		14.645		13.226		11.617		5.875	
Aktionærerne i DSV A/S andel af egenkapitalen	Sha	14.561		14.835		13.416		11.809		6.052	
Minoritetsinteresser	Nor	-29		-26		-38		32		29	
Egenkapital i alt	Tot	14.532		14.809		13.378		11.841		6.081	
Udskudt skat	Def	188		82		287		321		366	
Pensioner og lignende forpligtelser	Pen	915		1.124		1.488		1.226		1.311	
Hensatte forpligtelser	Pro	627		706		736		360		328	
Finansielle forpligtelser	Fin	6.593		6.491		8.725		4.309		5.702	
Langfristede forpligtelser i alt	Tot	8.323		8.403		11.236		6.216		7.707	
Hensatte forpligtelser	Pro	412		383		462		270		474	
Finansielle forpligtelser	Fin	545		495		1.358		313		589	
Leverandørgæld	Tra	7.646		7.477		7.010		4.997		4.782	
Igangværende arbejder (services og lagre) (noget blandet post?)	Wo	2.813		2.539		2.435		1.451		1.377	
Anden gæld	Oth	4.087		3.953		3.879		2.347		2.458	
Selskabsskat	Cor	454		329		609		290		212	
Kortfristede forpligtelser i alt	Tot	15.957		15.176		15.753		9.668		9.892	
Forpligtelser i alt	Tot	24.280		23.579		26.989		15.884		17.599	
Passiver i alt	Tot	38.812		38.388		40.367		27.725		23.680	

Segment information						
(DKK mio.)		2018	2017	2016	2015	2014
<i>Division 1 - Air & Sea</i>						
Nettoomsætning		36.350	34.587	31.384	21.277	21.030
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt		-86	-111	-194	-108	-106
EBIT		3.693	3.225	2.143	1.923	1.542
<i>Division 2 - Road</i>						
Nettoomsætning		29.688	29.232	27.134	23.700	22.096
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt		-129	-145	-159	-126	-132
EBIT		1.147	1.201	1.049	918	837
<i>Division 3 - Solutions</i>						
Nettoomsætning		12.879	10.968	9.308	5.804	5.384
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt		-230	-265	-243	-152	-162
EBIT		709	494	384	242	274
<i>Ikke fordelt på divisioner og eliminerings</i>						
Nettoomsætning		136	114	-79	88	72
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt		-317	-265	-179	-139	-121
EBIT		-99	-42	-101	-33	-29
Total						
Nettoomsætning		79.053	74.901	67.747	50.869	48.582
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt		-762	-786	-775	-525	-521
EBIT		5.450	4.878	3.475	3.050	2.624

<i>Division 1 - Air & Sea</i>					
Nettoomsætning	172,85	164,47	149,23	101,17	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt	81,13	104,72	183,02	101,89	100
EBIT	239,49	209,14	138,98	124,71	100
<i>Division 2 - Road</i>					
Nettoomsætning	134,36	132,30	122,80	107,26	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt	97,73	109,85	120,45	95,45	100
EBIT	137,04	143,49	125,33	109,68	100
<i>Division 3 - Solutions</i>					
Nettoomsætning	239,21	203,71	172,88	107,80	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt	141,98	163,58	150,00	93,83	100
EBIT	258,76	180,29	140,15	88,32	100
<i>Ikke fordelt på divisioner og eliminerings</i>					
Nettoomsætning	188,89	158,33	-109,72	122,22	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt	261,98	219,01	147,93	114,88	100
EBIT	341,38	144,83	348,28	113,79	100
Total					
Nettoomsætning	162,72	154,17	139,45	104,71	100
Afskrivninger på immaterielle og materielle akt	146,26	150,86	148,75	100,77	100
EBIT	207,70	185,90	132,43	116,23	100

Reformuleret resultatopgørelse og balance

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE samt udbygget til analyse - budgettering					
(DKK mio.)	2018	2017	2016	2015	2014
Driftsaktiviteter					
<i>Omsætning - Air & Sea division</i>	36.413	34.640	31.347	21.314	21.061
<i>Andel af omsætning</i>	46,06%	46,25%	46,27%	41,90%	43,35%
<i>Vækst</i>	5,1%	10,5%	47,1%	1,2%	
<i>Omsætning - Road division</i>	29.739	29.277	27.102	23.741	22.129
<i>Andel af omsætning</i>	37,62%	39,09%	40,01%	46,67%	45,55%
<i>Vækst</i>	1,6%	8,0%	14,2%	7,3%	
<i>Omsætning - Solutions division</i>	12.901	10.985	9.297	5.814	5.392
<i>Andel af omsætning</i>	16,32%	14,67%	13,72%	11,43%	11,10%
<i>Vækst</i>	17,4%	18,2%	59,9%	7,8%	
Totalomsætning	79.053	74.901	67.747	50.869	48.582
Direkte omkostninger - ikke divisionsfordelt	61.564	58.296	51.909	39.668	38.285
Bruttofortjeneste	17.489	16.605	15.838	11.201	10.297
Bruttofortjeneste, andel af omsætning	22,1%	22,2%	23,4%	22,0%	21,2%
Andre eksterne omkostninger - ikke divisionsfordelt	3.036	3.110	3.307	2.149	2.058
Personaleomkostninger - ikke divisionsfordelt	8.241	7.831	8.281	5.477	5.094
Resultat af primær drift før afskrivninger - EBITDA før særlige poster	6.212	5.664	4.250	3.575	3.145
Andel af omsætningen	7,9%	7,6%	6,3%	7,0%	6,5%
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	762	786	775	525	521
<i>Afskrivning "DA" - Air & Sea division</i>	232	234	277	166	158
<i>Afskrivning "DA" - Road division</i>	248	249	231	191	187
<i>"Afskrivning "DA" - Solutions division</i>	282	304	268	168	175
Sum - kontrol	762	786	775	525	521

Total EBIT før særligeposter	5.450	4.878	3.475	3.050	2.624
<i>Margin</i>	6,9%	6,5%	5,1%	6,0%	5,4%
EBIT før særlige poster - A&S division	3.647	3.206	2.096	1.530	1.376
<i>Margin</i>	10,0%	9,3%	6,7%	7,2%	6,5%
Do. - Road division	1.110	1.185	1.009	825	925
<i>Margin</i>	3,7%	4,0%	3,7%	3,5%	4,2%
Do. - Solutions division	693	488	370	271	252
<i>Margin</i>	5,4%	4,4%	4,0%	4,7%	4,7%
Sum - kontrol	5.450	4.878	3.475	2.625	2.552
Skatteberegning i forhold til Core drift/ operating:					
Rapporteret skat, jf. den officielle årsrapport	1.213	785	611	631	523
Skatteskjold vedr. finansielle poster	58	115	49	71	79
Skat vedr. særlige driftsposter	0	109	267	14	79
Samlet skat relateret til driften	1.271	1.008	928	716	681
Skat af aktiviteten "operating"	23,32%	20,67%	26,69%	23,47%	25,97%
NOPAT (NOPLAT) Core/ kerne/	4.179	3.870	2.547	2.334	1.942
NOPAT - Air and Sea division	2797	2543	1537	1171	1018
<i>Andel af NOPAT</i>	66,9%	65,7%	60,3%	50,2%	52,4%
<i>Vækst</i>	8,0%	51,9%	9,1%	20,2%	
<i>Andel af omsætning</i>	3,5%	3,4%	2,3%	2,3%	2,1%
NOPAT - Road division	851	940	739	631	685
<i>Andel af NOPAT</i>	20%	24%	29%	27%	35%
<i>Vækst</i>	4,2%	49,7%	-1,5%	-7,8%	
<i>Andel af omsætning</i>	1,1%	1,3%	1,1%	1,2%	1,4%
NOPAT - Solutions division	531	387	271	207	186
<i>Andel af NOPAT</i>	12,7%	10,0%	10,7%	8,9%	9,6%
<i>Vækst</i>	37,3%	42,6%	31,0%	11,1%	
<i>Andel af omsætning</i>	0,7%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
Sum - kontrol. NOPAT i alt	4179	3870	2547	2009	1.889
Usædvanlige, ekstraordinære poster:					
Særlige poster (restruktureringssomkostninger)	0	525	1.002	58	304
Skat af særlige driftsposter	0	109	267	14	79
Anden totalindkomst efter skat (drift) - dirty surplus	-199	-256	-54	117	-444
Usædvanlige driftsposter efter skat	199	672	789	-73	669
<i>Andel af omsætning</i>	0,3%	0,9%	1,2%	-0,1%	1,4%
<i>I forhold til NOPAT</i>	4,8%	17,4%	31,0%	-3,1%	34,4%
Samlet driftsoverskud efter skat = DO = EBIT*(1-t)	3.980	3.197	1.759	2.407	1.273
Finansieringsaktiviteter:					
Netto finansielle omkostninger	249	556	184	303	306
Skatteskjold vedr. finansielle poster	58	115	49	71	79
Netto finansielle omkostninger efter skat	191	441	135	232	227
Totalindkomst	3.789	2.756	1.624	2.175	1.047
Effektiv skatteprocent	23,32%	20,67%	26,69%	23,47%	25,97%
Kontrol:					
<i>Difference - rapporteret totalindkomst</i>	0	0	0	0	0
<i>Difference - allokert skat og skat i resultatopgørelsen</i>	0	0	0	0	0
Kontrol:					

REFORMULERET BALANCE					
(DKK mio.)	2018	2017	2016	2015	2014
Opgørelse af anlægskapitalen, netto:					
Immaterielle aktiver	16.742	16.573	17.247	8.996	8.928
Materielle aktiver	2.490	2.431	3.334	3.568	3.927
Andre tilgodehavender	291	257	317	119	297
Udskudt skatteaktiv	851	965	1.031	515	488
Udskudt skatteforpligtelse	188	82	287	321	366
Pensioner og lignende forpligtelser	915	1.124	1.488	1.226	1.311
Hensatte forpligtelser	627	706	736	360	328
Anlægskapital - Netto langfristede aktiver	18.644	18.314	19.418	11.291	11.635
Andel af NDA, ultimo	87,9%	89,4%	88,6%	93,6%	93,8%
Vækst	1,8%	-5,7%	72,0%	-3,0%	
AOH (anlægskapital, netto)	4,24	4,09	3,49	4,51	4,18
1/AOH (anlægskapital, netto)	0,236	0,245	0,287	0,222	0,239
Opgørelse af netto arbejdskapitalen:					
Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser	13.252	12.557	12.338	7.799	7.854
Igangværende arbejder (services og lagre)	2.272	1.762	2.026	588	744
Andre tilgodehavender	1.662	1.778	1.850	1.232	985
Driftslikviditet (1% af omsætningen)	791	749	677	509	486
Hensatte forpligtelser	412	383	462	270	474
Leverandørgæld	7.646	7.477	7.010	4.997	4.782
Igangværende arbejder (services og lagre)	2.813	2.539	2.435	1.451	1.377
Anden gæld	4.087	3.953	3.879	2.347	2.458
Selskabsskat	454	329	609	290	212
Arbejdskapital - netto	2.565	2.165	2.496	773	766
Andel af NDA, ultimo	12,1%	10,6%	11,4%	6,4%	6,2%
Vækst	18,5%	-13,3%	223,1%	0,9%	
AOH (arbejdskapital, netto)	3,7	3,7	3,1	4,2	3,9
1/AOH (arbejdskapital, netto)	0,268	0,273	0,323	0,237	0,255
NDA - Nettodriftsaktiver	21.209	20.479	21.914	12.064	12.401
Vækst	3,6%	-6,6%	81,7%	-2,7%	
AOH	3,7	3,7	3,1	4,2	3,9
1/AOH	0,27	0,27	0,32	0,24	0,26
Bruttoavance/NDA	0,82	0,81	0,72	0,93	0,83
NDA/Bruttoavance	1,21	1,23	1,38	1,08	1,20
Opgørelse af netto finansielle forpligtelser:					
Overskydende likviditet	367	599	1.037	4.399	-54
Aktiver bestemt for salg	94	717	510	0	25
Finansielle forpligtelser - Langfristede	6.593	6.491	8.725	4.309	5.702
Finansielle forpligtelser - Kortfristede	545	495	1.358	313	589
NFF - Netto finansielle forpligtelser	6.677	5.670	8.536	223	6.320
Egenkapital	14.532	14.809	13.378	11.841	6.081
<i>Difference - rapporteret egenkapital</i>	0	0	0	0	0

Alternativ præsentation - samme tal for 2018					
Aktiver		Passiver			
DA-LF	20.374	DF-LF	1.730	Anlægs kapital - netto	18.644
DA-KF	17.977	DF-KF	15.412	Arbejdskapital - netto	2.565
DA i alt	38.351	DF i alt	17.142	NDA=IC	21.209
FA	94	FF-LF	6.593		
FA-likviditet	367	FF-KF	545		
FA i alt	461	FF i alt	7.138	NFF	6.677
		EK	14.532	EK	14.532
I alt aktiver	38.812	I alt passiver	38.812	EK+NFF	21.209

Rentabilitetsanalyse

Forudsætninger - input til rentabilitetsanalysen til niveau 1 og 2

	2018	2017	2016	2015	2014
Egenkapitalen	14.532	14.809	13.378	11.841	6.081
NDA	21.209	20.479	21.914	12.064	12.401
NFF	6.677	5.670	8.536	223	6.320
DO driften	3.980	3.197	1.759	2.407	1.273
NFO	191	441	135	232	227
TI	3.789	2.756	1.624	2.175	1.047
Omsætningen	79.053	74.901	67.747	50.869	48.582

RENTABILITETSANALYSE	2018	2017	2016	2015	2014	Gennemsnit
Niveau 1: Dekomponering af ROE						
ROE: Egenkapitalens forretning	26,1%	18,6%	12,1%	18,4%	17,2%	18,5%
ROIC: Afkast på nettodriftsaktiver	18,8%	15,6%	8,0%	20,0%	10,3%	14,5%
Finansiell gearing	0,46	0,38	0,64	0,02	1,04	0,51
Gennemsnitlig lånerente, r	2,9%	7,8%	1,6%	104,1%	3,6%	24,0%
SPREAD: ROIC - r	15,9%	7,8%	6,4%	-84,2%	6,7%	-9,5%
Niveau 2: Dekomponering af ROIC						
OG - EBIT*(1-t) : Overskudsgrad	5,0%	4,3%	2,6%	4,7%	2,6%	3,9%
AOH: Aktivernes omsætningshastighed	3,73	3,66	3,09	4,22	3,92	3,72
ROIC	18,8%	15,6%	8,0%	20,0%	10,3%	14,5%
Niveau 3: Analyse af OG og AOH						
OG: EBIT margin før særlige poster - DSV	6,9%	6,5%	5,1%	6,0%	5,4%	
OG: NOPAT-margin = EBIT før særlige poster *(1-t) - DSV						
OG: EBIT-margin før særlige poster - A&S division	10,0%	9,3%	6,7%	7,2%	6,5%	7,9%
OG: EBIT-margin før særlige poster - R division	3,7%	4,0%	3,7%	3,5%	4,2%	3,8%
OG: EBIT-margin før særlige poster - S division	5,4%	4,4%	4,0%	4,7%	4,7%	4,6%

ANALYSE AF VÆKST	2018	2017	2016	2015	Gennemsnit
Historisk salgsvækst:					
Salgsvækst - Air and Sea division	5,1%	10,5%	47,1%	1,2%	16,0%
Salgsvækst - Road division	1,6%	8,0%	14,2%	7,3%	7,8%
Salgsvækst - Solutions division	17,4%	18,2%	59,9%	7,8%	25,8%
Salgsvækst - alle divisioner	5,5%	10,6%	33,2%	4,7%	13,5%

Kontrol:		2018	2017	2016	2015	2014	
ROE = ROIC + [FGear x (ROIC - r)]		26,1%	18,6%	12,1%	18,4%	17,2%	
ROIC = OG x AOH		18,8%	15,6%	8,0%	20,0%	10,3%	
1/AOH = 1/AOH (Arbejdskapital) + 1/AOH (Anlægs kapital)							
AOH = 1/(1/AOH)							
ROIC permanent = NOPAT-margin x AOH							
		2018	2017	2016	2015	2014	Gennemsnit
Effektiv skatteprocent		23,32%	20,67%	26,69%	23,47%	25,97%	24,02%
RENTABILITETSANALYSE		2018	2017	2016	2015	2014	
ROE: Egenkapitalens forretning		26,1%	18,6%	12,1%	18,4%	17,2%	
ROIC: Afkast på nettodriftsaktiver		18,8%	15,6%	8,0%	20,0%	10,3%	
Finansiell gearing		0,46	0,38	0,64	0,02	1,04	
Gennemsnitlig lånerente, r		2,9%	7,8%	1,6%	104,1%	3,6%	
SPREAD: ROIC - r		15,9%	7,8%	6,4%	-84,2%	6,7%	
OG - EBIT*(1-t) : Overskudsgrad		5,0%	4,3%	2,6%	4,7%	2,6%	
AOH: Aktivernes omsætningshastighed		3,73	3,66	3,09	4,22	3,92	
		2018	2017	2016	2015	2014	
OG: EBIT-margin før særlige post		10,0%	9,3%	6,7%	7,2%	6,5%	
OG: EBIT-margin før særlige post		3,7%	4,0%	3,7%	3,5%	4,2%	
OG: EBIT-margin før særlige post		5,4%	4,4%	4,0%	4,7%	4,7%	

CAPM

Risikofri rente	0,680%
Beta	0,9
Markedsrisikopræmie	5,30%
Afkastkrav til egenkap	5,45%

WACC

Aktiekurs	616,00	
Værdi af egenkapital	115.808	mio. dkk
Værdi af fremmedkapital	6.677	mio. dkk
W _{ek}	0,9455	
W _{fk}	0,0545	
Afkastkrav til EK	5,45%	
Afkastkrav til FK	2,70%	
WACC	5,26%	

Basecase

Forudsætninger																		
GRÅ er input	Regnskab				Dobbelt	Budgetperiode 2018-2027												TP
(DKK mio.)	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028		
Salgsvækst - A&S division	1,2%	47,1%	10,5%	5,1%	5,1%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	5,50%	5,00%	4,00%	4,00%	3,00%	2,50%	2,50%		
Salgsvækst - Road division	7,3%	14,2%	8,0%	1,6%	1,6%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,30%	1,20%	1,10%	1,00%	1,00%	2,50%		
Salgsvækst - Solutions division	7,8%	59,9%	18,2%	17,4%	17,4%	15,00%	12,00%	12,00%	10,00%	10,00%	9,00%	9,00%	8,00%	6,00%	2,50%	2,50%		
OG: EBIT for særlige poster - A&S division	7,2%	6,7%	9,3%	10,0%	10,0%	10,00%	10,00%	10,00%	9,00%	9,00%	9,00%	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%		
OG: Do. - R division	3,5%	3,7%	4,0%	3,7%	3,7%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,50%	3,50%	3,50%	3,00%	2,50%	2,50%		
OG: Do. - S division	4,7%	4,0%	4,4%	5,4%	5,4%	5,50%	5,50%	6,00%	6,00%	6,00%	5,50%	5,50%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%		
Særlige poster (plus/ negativ), andel af omsætning						0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
Effektiv skatteprocent	23,5%	26,7%	20,7%	23,3%	23,3%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%		
AOH, DSV koncernen	4,22	3,09	3,66	3,73	3,73	3,9370	3,9370	3,9370	3,9370	3,9370	3,9370	3,9370	3,9370	3,9370	3,9370	3,9370		
1/AOH, do.	0,237	0,323	0,273	0,268	0,27	0,2540	0,2540	0,2540	0,2540	0,2540	0,2540	0,2540	0,2540	0,2540	0,2540	0,2540		
Forringelse i 1/AOH grundet opkøb						0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000		
1/AOH (netto anlægsaktiver) - organisk	0,222	0,287	0,245	0,236		0,2300	0,2300	0,2300	0,2300	0,2300	0,2300	0,2300	0,2300	0,2300	0,2300	0,2300		
1/AOH (Netto arbejdskapital) - organisk	0,237	0,323	0,273	0,268		0,0240	0,0240	0,0240	0,0240	0,0240	0,0240	0,0240	0,0240	0,0240	0,0240	0,0240		
WACC					5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%		

Værdiansættelse																		
	Regnskab				Ultimo	Budgetperiode 2018-2027												TP
(DKK mio.)	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028		
Omsætning:																		
Air and Sea division	21.314	31.347	34.640	36.413	36.413	38.597	40.913	43.368	45.970	48.498	50.923	52.960	55.079	56.731	58.149	59.603		
Road division	23.741	27.102	29.277	29.739	29.739	30.185	30.638	31.098	31.564	32.038	32.454	32.843	33.205	33.537	33.872	34.719		
Solutions division	5.814	9.297	10.985	12.901	12.901	14.836	16.617	18.611	20.472	22.519	24.546	26.755	28.895	30.629	31.395	32.180		
Totalomsætning	50.869	67.747	74.901	79.053	79.053	83.619	88.168	93.076	98.006	103.055	107.923	112.559	117.179	120.897	123.416	126.502		
Vækst	4,71%	33,18%	10,56%	5,54%	5,54%	5,78%	5,44%	5,57%	5,30%	5,15%	4,72%	4,30%	4,10%	3,17%	2,08%	2,80%		
Indtjening: EBIT før særlige poster																		
A&S division	1.530	2.096	3.206	3.647	3.647	3.860	4.091	4.337	4.137	4.365	4.583	4.237	3.856	3.971	4.070	4.172		
Andel	58,27%	60,32%	65,71%	66,82%	66,92%	66,6%	66,6%	65,7%	63,3%	63,2%	64,8%	61,8%	53,7%	61,0%	62,7%	62,7%		
Road division	825	1.009	1.185	1.110	1.110	1.117	1.134	1.151	1.168	1.185	1.136	1.150	1.162	1.006	847	868		
Andel	31,42%	29,02%	24,28%	20,26%	20,36%	19,3%	18,5%	17,4%	17,5%	17,2%	16,1%	16,6%	16,0%	15,5%	13,1%	13,1%		
Solutions division	271	370	488	693	693	816	914	1.117	1.228	1.351	1.350	1.472	1.445	1.531	1.570	1.609		
Andel	10,31%	10,65%	10,00%	12,71%	12,71%	14,1%	14,9%	16,9%	18,6%	19,6%	19,1%	21,5%	22,4%	23,5%	24,2%	24,2%		
Total EBIT før særlige poster	2.625	3.475	4.878	5.450	5.450	5.793	6.139	6.604	6.533	6.901	7.069	6.858	6.462	6.509	6.487	6.649		
Vækst	0,06%	32,36%	40,37%	11,73%	11,73%	6,29%	5,38%	7,58%	-1,07%	5,63%	2,43%	-2,39%	-5,77%	0,72%	-0,33%	2,80%		
Total EBIT før særlige poster / omsætning	5,16%	5,13%	6,51%	6,89%	6,89%	6,93%	6,96%	7,10%	6,67%	6,70%	6,58%	6,03%	5,52%	5,38%	5,26%	5,26%		
Skat af EBIT før særlige poster	716	928	1.008	1.271	1.271	1.392	1.475	1.587	1.570	1.658	1.698	1.648	1.553	1.564	1.558	1.597		
NOPAT	1.910	2.547	3.870	4.179	4.179	4.401	4.664	5.017	4.964	5.243	5.371	5.210	4.910	4.945	4.929	5.052		
Særlige poster	-58	-1.002	-525	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Skat af særlige poster	14	267	109	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Særlige poster efter skat	-44	-735	-416	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
EBIT efter skat	1.865	1.813	3.453	4.179	4.179	4.401	4.664	5.017	4.964	5.243	5.371	5.210	4.910	4.945	4.929	5.052		
NDA - investeret kapital	12.064	21.914	20.479	21.209	21.209	21.239	22.395	23.641	24.894	26.176	27.412	28.590	29.763	30.708	31.348	32.131		
Ændring i NDA	-337	9.851	-1.435	730	730	31	1.155	1.247	1.252	1.282	1.237	1.177	1.173	944	640	784		

DCF			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
PV FCF (budgetperiode)	30.060		0,950	0,902	0,857	0,814	0,774	0,735	0,698	0,663	0,630	0,599	
PV FCF (terminalperiode)	92.415		4.152	3.166	3.233	3.023	3.065	3.039	2.816	2.478	2.521	2.567	154.374
EV FCF	122.475												
Markedsværdi af NFF (ultimo 2017)	6.677												
Markedsværdi af egenkapital	115.799												
Antal udestående aktier (1.000 stk.)	188.000												
Værdi pr. aktie per 31.12.2017	616												

RIDO			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
PV FCF (budgetperiode)	27.618		3.120	3.200	3.291	3.029	3.043	2.935	2.630	2.258	2.129	1.983	
PV FCF (terminalperiode)	73.649												123.026
NDA (ultimo 2017)	21.209												
EV RIDO	122.475												
Markedsværdi af NFF (ultimo 2017)	6.677												
Markedsværdi af egenkapital	115.799												
Antal udestående aktier (1.000 stk.)	188.000												
Værdi pr. aktie 31.12.2017	616												

DSV – Panalpina konsolidering

(DKK mio.)	(DKKm)	2018
Nettoomsætning	Net revenue	119.011
Direkte omkostninger	Direct costs	-91.592
Bruttofortjeneste	Gross profit	27.419
Andre eksterne omkostninger	Other external	-4.923
Personaleomkostninger	Stoff costs	-14.371
Resultat af primær drift før afskrivninger og særlige poster	Operating profit	8.125
Afskrivninger på immaterielle og materielle aktiver	Amortisation	-1.894
Resultat af primær drift før særlige poster = EBIT før særlige poster	Operation profit	6.231
Særlige poster, omkostninger	Special items,	0
Resultat af driften = EBIT efter særlige poster	Operation profit	6.231
Finansielle indtægter	Financial income	150
Finansielle omkostninger	Financial expense	-472
Resultat før skat	Profit before tax	5.909
Skat af årets resultat	Tax on profit	-1.425
Årets resultat	Profit for the year	4.485

CAPM og WACC efter opkøb

Risikofri rente	0,680%
Beta	1
Markedsrisikopræmie	5,30%
Afkastkrav til egenkap	5,98%
Aktiekurs	560,00
Værdi af egenkapital	136.640
Værdi af fremmedkap	8.689
Wek	0,9402
Wfk	0,0598
Afkastkrav til EK	5,98%
Afkastkrav til FK	2,75%
WACC	5,79%

Base Case efter opkøb

Forudsætninger																	
GRÅ er input	Regnskab		Dobbelt			Budgetperiode 2018-2027											TP
(DKK mio.)	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028	
Salgsvækst - A&S division	1,2%	47,1%	10,5%	5,1%	5,1%	4,00%	4,00%	4,50%	4,50%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,50%	2,50%	
Salgsvækst - Road division	7,3%	14,2%	8,0%	1,6%	1,6%	1,30%	1,40%	1,40%	1,50%	1,50%	1,30%	1,50%	1,70%	2,00%	2,50%	2,50%	
Salgsvækst - Solutions division	7,8%	59,9%	18,2%	17,4%	17,4%	15,00%	12,00%	12,00%	10,00%	10,00%	9,00%	9,00%	8,00%	6,00%	2,50%	2,50%	
OG: EBIT for særlige poster - A&S division	7,2%	6,7%	9,3%	10,0%	7,2%	7,20%	7,20%	7,20%	8,00%	8,00%	8,00%	9,00%	9,00%	8,00%	7,00%	7,00%	
OG: Do. - R division	3,5%	3,7%	4,0%	3,7%	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	4,00%	4,00%	2,80%	2,80%	
OG: Do. - S division	4,7%	4,0%	4,4%	5,4%	5,4%	5,50%	5,50%	6,00%	6,00%	6,00%	5,50%	5,50%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
Særlige poster (plus/ negativ), andel af omsætning						0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Effektiv skatteprocent	23,5%	26,7%	20,7%	23,3%	23,3%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	
AOH, DSV koncernen	4,22	3,09	3,66	3,73	4,41	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	
1/AOH, do.	0,237	0,323	0,273	0,268	0,27	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	
Forringelse i 1/AOH grundet opkøb						0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	
1/AOH (netto anlægsaktiver) - organisk	0,222	0,287	0,245	0,236		0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	
1/AOH (Netto arbejdskapital) - organisk	0,237	0,323	0,273	0,268		0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	
WACC					5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	

Værdiansættelse																	
	Regnskab				Ultimo	Budgetperiode 2018-2027											TP
(DKK mio.)	2015	2016	2017	2018	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Omsætning:																	
Air and Sea division	21.314	31.347	34.640	36.413	56.392	58.647	60.993	63.738	66.606	69.937	73.433	77.105	80.189	82.595	84.660	86.776	
Road division	23.741	27.102	29.277	29.739	49.718	50.365	51.070	51.785	52.562	53.350	54.043	54.854	55.787	56.902	58.325	59.783	
Solutions division	5.814	9.297	10.985	12.901	12.901	14.836	16.617	18.611	20.472	22.519	24.546	26.755	28.895	30.629	31.395	32.180	
Totalomsætning	50.869	67.747	74.901	79.053	119.011	123.849	128.680	134.134	139.640	145.806	152.023	158.714	164.871	170.126	174.379	178.739	
Vækst	4,71%	33,18%	10,56%	5,54%	50,55%	4,06%	3,90%	4,24%	4,10%	4,42%	4,26%	4,40%	3,88%	3,19%	2,50%	2,50%	
Indtjening: EBIT før særlige poster																	
A&S division	1.530	2.096	3.206	3.647	4.038	4.223	4.392	4.589	5.329	5.595	5.875	6.939	7.217	6.608	5.926	6.074	
Andel	58,27%	60,32%	65,71%	66,82%	66,92%	64,5%	64,2%	63,2%	62,7%	62,7%	63,7%	66,5%	66,3%	63,4%	64,8%	64,8%	
Road division	825	1.009	1.185	1.110	1.500	1.511	1.532	1.554	1.945	1.974	2.000	2.030	2.231	2.276	1.633	1.674	
Andel	31,42%	29,02%	24,28%	20,36%	20,36%	23,1%	22,4%	21,4%	22,8%	22,1%	21,7%	19,4%	20,5%	21,8%	17,8%	17,8%	
Solutions division	271	370	488	693	693	816	914	1.117	1.228	1.351	1.350	1.472	1.445	1.531	1.570	1.609	
Andel	10,31%	10,65%	10,00%	12,71%	12,71%	12,5%	13,4%	15,4%	14,4%	15,1%	14,6%	14,1%	13,3%	14,7%	17,2%	17,2%	
Total EBIT før særlige poster	2.625	3.475	4.878	5.450	6.231	6.550	6.838	7.259	8.502	8.920	9.224	10.441	10.893	10.415	9.129	9.357	
Vækst	0,06%	32,36%	40,37%	11,73%	14,33%	5,10%	4,40%	6,17%	17,10%	4,82%	3,41%	13,19%	4,34%	-4,39%	-12,35%	2,50%	
Total EBIT før særlige poster/omsætning	5,16%	5,13%	6,51%	6,83%	5,24%	5,23%	5,31%	5,41%	6,09%	6,12%	6,07%	6,58%	6,61%	6,12%	5,24%	5,24%	
Skat af EBIT før særlige poster	716	928	1.008	1.271	1.979	1.574	1.643	1.744	2.042	2.143	2.216	2.508	2.617	2.502	2.193	2.248	
NOPAT	1.910	2.547	3.870	4.179	4.252	4.976	5.195	5.515	6.459	6.777	7.008	7.932	8.276	7.913	6.936	7.109	
Særlige poster	-58	-1.002	-525	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Skat af særlige poster	14	267	109	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Særlige poster efter skat	-44	-735	-416	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBIT efter skat	1.865	1.813	3.453	4.179	4.252	4.976	5.195	5.515	6.459	6.777	7.008	7.932	8.276	7.913	6.936	7.109	
NDA - investeret kapital	12.064	21.914	20.479	21.209	27.001	28.114	29.210	30.448	31.698	33.098	34.509	36.028	37.426	38.619	39.584	40.574	
Ændring i NDA	-337	9.851	-1.435	730	5.793	1.113	1.097	1.238	1.250	1.400	1.411	1.519	1.398	1.193	965	990	

DCF						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
PV FCF (budgetperiode)				39.302		0,945	0,894	0,845	0,798	0,755	0,714	0,674	0,638	0,603	0,570	
PV FCF (terminalperiode)				106.077		3.652	3.662	3.613	4.160	4.059	3.994	4.326	4.386	4.050	3.402	186.182
EV FCF				145.379												
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)				8.689												
Markedsværdi af egenkapital				136.690												
Antal udestående aktier (1.000 stk.)				244.000												
Værdi pr. aktie 31.03.2019				560												
RIDO						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
PV FCF (budgetperiode)				34.854		3.227	3.188	3.231	3.751	3.731	3.634	4.003	3.948	3.464	2.678	146.598
PV FCF (terminalperiode)				83.524												
NDA (ultimo 2018)				27.001												
EV RIDO				145.379												
Markedsværdi af NFF (ultimo 2018)				8.689												
Markedsværdi af egenkapital				136.690												
Antal udestående aktier (1.000 stk.)				244.000												
Værdi pr. aktie 31.03.2019				560												

Best case efter opkøb

Forudsætninger																	
GRÅ er input	Regnskab			Dobbelt		Budgetperiode 2018-2027											TP
(DKK mio.)	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028	
Salgsvækst - A&S division	1,2%	47,1%	10,5%	5,1%	5,1%	8,00%	8,00%	8,00%	7,00%	7,00%	6,50%	6,50%	5,00%	4,00%	2,50%	2,50%	
Salgsvækst - Road division	7,3%	14,2%	8,0%	1,6%	1,6%	4,00%	4,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	3,00%	2,50%	2,50%	2,50%	
Salgsvækst - Solutions division	7,8%	59,9%	18,2%	17,4%	17,4%	17,00%	17,00%	15,00%	14,00%	13,00%	12,00%	11,00%	8,00%	6,00%	2,50%	2,50%	
OG: EBIT før særlige poster - A&S division	7,2%	6,7%	9,3%	10,0%	7,2%	8,00%	8,00%	8,00%	9,00%	9,00%	10,00%	10,00%	10,50%	10,50%	10,00%	10,00%	
OG: Do. - R division	3,5%	3,7%	4,0%	3,7%	3,0%	3,00%	3,00%	4,00%	4,00%	4,50%	4,50%	4,20%	4,20%	4,00%	4,00%	4,00%	
OG: Do. - S division	4,7%	4,0%	4,4%	5,4%	5,4%	5,50%	6,00%	6,00%	7,00%	7,00%	8,00%	7,50%	7,25%	7,00%	7,00%	7,00%	
Særlige poster (plus/ negativ), andel af omsætning						0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Effektiv skatteprocent	23,5%	26,7%	20,7%	23,3%	23,3%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	
AOH, DSV koncernen	4,22	3,09	3,66	3,73	4,41	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	
1/AOH, do.	0,237	0,323	0,273	0,268	0,27	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	
Føringssat i 1/AOH grundet opkøb						0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	
1/AOH (netto anlægsaktiver) - organisk	0,222	0,287	0,245	0,236		0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	
1/AOH (Netto arbejdsområde)	0,237	0,323	0,273	0,268		0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	
WACC					5,68%	5,68%	5,68%	5,68%	5,68%	5,68%	5,68%	5,68%	5,68%	5,68%	5,68%	5,68%	

Værdiansættelse	Regnskab			Ultimo		Budgetperiode 2018-2027											TP
(DKK mio.)	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028	
Omsætning:																	
Air and Sea division	21.314	31.347	34.640	36.413	56.392	60.903	65.775	71.037	76.010	81.331	86.617	92.247	96.860	100.734	103.252	105.834	
Road division	23.741	27.102	29.277	29.739	49.718	51.707	53.775	56.464	59.287	62.252	64.742	67.331	69.351	71.085	72.862	74.684	
Solutions division	5.814	9.297	10.985	12.901	12.901	15.094	17.660	20.310	23.153	26.163	29.302	32.525	35.128	37.235	38.166	39.120	
Totalomsætning	50.869	67.747	74.901	79.053	119.011	127.705	137.211	147.811	158.450	169.745	180.661	192.104	201.339	209.054	214.281	219.638	
Vækst	4,71%	33,18%	10,56%	5,54%	5,54%	7,30%	7,44%	7,73%	7,20%	7,13%	6,43%	6,33%	4,81%	3,83%	2,50%	2,50%	
Indtjening: EBIT før særlige poster																	
A&S division	1.530	2.096	3.206	3.647	4.038	4.872	5.262	5.683	6.841	7.320	8.662	9.225	10.170	10.577	10.325	10.583	
Andel	58,27%	60,52%	65,71%	66,82%	66,92%	67,2%	66,3%	68,0%	63,0%	61,2%	68,2%	63,7%	65,1%	66,0%	64,9%	64,9%	
Road division	825	1.009	1.185	1.110	1.500	1.551	1.613	2.259	2.371	2.801	2.913	2.828	2.913	2.843	2.914	2.987	
Andel	31,42%	33,02%	34,28%	30,36%	20,36%	31,4%	30,3%	34,7%	31,8%	33,4%	30,9%	33,5%	33,6%	33,6%	33,6%	33,6%	
Solutions division	271	370	488	693	693	830	1.060	1.219	1.621	1.831	2.344	2.439	2.547	2.606	2.672	2.738	
Andel	10,31%	10,65%	10,00%	12,71%	12,71%	11,4%	13,4%	13,3%	15,0%	15,3%	16,8%	16,8%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	
Total EBIT før særlige poster	2.625	3.475	4.878	5.450	6.231	7.254	7.935	9.160	10.833	11.952	13.919	14.492	15.630	16.027	15.911	16.309	
Vækst	0,06%	32,36%	40,37%	11,73%	11,73%	16,41%	9,39%	15,44%	18,26%	10,33%	16,46%	4,12%	7,85%	2,54%	-0,72%	2,50%	
Total EBIT før særlige poster/omsætning	5,16%	5,13%	6,51%	6,89%	6,89%	5,68%	5,78%	6,20%	6,84%	7,04%	7,70%	7,54%	7,76%	7,67%	7,43%	7,43%	
Skat af EBIT før særlige poster	716	928	1.008	1.271	1.979	1.743	1.906	2.201	2.603	2.872	3.344	3.482	3.755	3.850	3.823	3.918	
NOPAT	1.910	2.547	3.870	4.179	4.252	5.511	6.029	6.959	8.230	9.081	10.575	11.010	11.875	12.177	12.089	12.391	
Særlige poster	-58	-1.002	-525	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Skat af særlige poster	14	267	109	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Særlige poster efter skat	-44	-735	-416	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBIT efter skat	1.865	1.813	3.453	4.179	4.252	5.511	6.029	6.959	8.230	9.081	10.575	11.010	11.875	12.177	12.089	12.391	
NDA - investeret kapital	12.064	21.914	20.479	21.209	27.001	28.989	31.147	33.553	35.968	38.532	41.010	43.608	45.704	47.455	48.642	49.858	
Ændring i NDA	-337	9.851	-1.435	730	5.793	1.988	2.158	2.406	2.415	2.564	2.478	2.598	2.096	1.751	1.186	1.216	

DCF						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
						0,945	0,892	0,843	0,796	0,752	0,710	0,671	0,634	0,599	0,566	
PV FCF (budgetperiode)				50.159		3.328	3.454	3.838	4.630	4.901	5.753	5.646	6.199	6.243	6.167	
PV FCF (terminalperiode)				187.964												332.289
EV FCF				238.122												
Markedsværdi af NFF (ultimo 2017)				6.677												
Markedsværdi af egenkapital				231.446												
Antal udestående aktier (1.000 stk.)				244.000												
Værdi pr. aktie per 31.12.2017				948,5												
RIDO						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
PV FCF (budgetperiode)				50.672		3.710	3.863	4.327	4.987	5.244	5.908	5.776	5.907	5.687	5.264	
PV FCF (terminalperiode)				160.449												283.647
NDA (ultimo 2017)				27.001												
EV RIDO				238.122												
Markedsværdi af NFF (ultimo 2017)				6.677												
Markedsværdi af egenkapital				231.446												
Antal udestående aktier (1.000 stk.)				244.000												
Værdi pr. aktie 31.12.2017				948,5												

Worst case efter opkøb

Forudsætninger																		
GRÅ er input	Regnskab					Budgetperiode 2018-2027												TP
(DKK mio.)	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028		
Salgsvækst - A&S division	1,2%	47,1%	10,5%	5,1%	5,1%	4,00%	4,00%	4,00%	3,75%	3,50%	3,25%	3,00%	3,00%	2,75%	2,50%	2,50%		
Salgsvækst - Road division	7,3%	14,2%	8,0%	1,6%	1,6%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,30%	1,20%	1,10%	1,00%	1,00%	2,50%		
Salgsvækst - Solutions division	7,8%	59,9%	18,2%	17,4%	17,4%	14,00%	12,00%	10,00%	9,00%	7,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,50%	2,50%	2,50%		
OG: EBIT før særlige poster - A&S division	7,2%	6,7%	9,3%	10,0%	7,2%	9,00%	8,25%	7,50%	7,75%	7,00%	6,25%	5,50%	4,75%	4,00%	3,50%	3,50%		
OG: Do. - R division	3,5%	3,7%	4,0%	3,7%	3,0%	2,70%	2,70%	2,70%	2,50%	2,00%	1,75%	1,75%	1,50%	1,00%	1,00%	1,00%		
OG: Do. - S division	4,7%	4,0%	4,4%	5,4%	5,4%	4,50%	4,25%	4,00%	3,75%	3,50%	3,25%	3,00%	2,75%	2,50%	2,25%	2,25%		
Særlige poster (plus/ negativ), andel af omsætning						0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
Effektiv skatteprocent	23,5%	26,7%	20,7%	23,3%	23,3%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%	24,02%		
AOH, DSV koncernen	4,22	3,09	3,66	3,73	4,41	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053	4,4053		
1/AOH, do.	0,237	0,323	0,273	0,268	0,27	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270	0,2270		
Forringelse i 1/AOH grundet opkøb						0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000		
1/AOH (netto anlægsaktiver) - organisk	0,222	0,287	0,245	0,236		0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090	0,2090		
1/AOH (Netto arbejdskapital) - organisk	0,237	0,323	0,273	0,268		0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180	0,0180		
WACC					5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%	5,58%		

Værdiansættelse																		
	Regnskab					Ultimo	Budgetperiode 2018-2027											TP
(DKK mio.)	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028		
Omsætning:																		
Air and Sea division	21.314	31.347	34.640	36.413	56.392	58.647	60.993	63.433	65.812	68.115	70.329	72.439	74.612	76.664	78.580	80.545		
Road division	23.741	27.102	29.277	29.739	49.718	50.464	51.221	51.989	52.769	53.561	54.257	54.908	55.512	56.067	56.628	58.044		
Solutions division	5.814	9.297	10.985	12.901	12.901	14.707	16.472	18.119	19.750	21.133	22.189	23.077	23.769	24.363	24.973	25.597		
Totalomsætning	50.869	67.747	74.901	79.053	119.011	123.819	128.687	133.542	138.331	142.809	146.775	150.424	153.893	157.095	160.181	164.185		
Vækst	4,71%	33,18%	10,56%	5,54%	5,54%	4,04%	3,93%	3,77%	3,59%	3,24%	2,78%	2,43%	2,31%	2,08%	1,96%	2,50%		
Indtjening: EBIT før særlige poster																		
A&S division	1.530	2.096	3.206	3.647	4.038	5.278	5.032	4.757	5.100	4.768	4.396	3.984	3.544	3.067	2.750	2.819		
Andel	58,27%	60,38%	65,71%	66,92%	66,92%	72,3%	70,7%	68,1%	71,2%	72,5%	72,5%	70,7%	70,5%	72,4%	70,8%	70,8%		
Road division	825	1.009	1.185	1.110	1.500	1.363	1.383	1.404	1.319	1.071	949	961	833	561	566	580		
Andel	31,42%	29,02%	24,28%	20,36%	20,36%	18,7%	19,4%	20,4%	18,4%	16,3%	15,7%	17,0%	16,6%	13,2%	14,6%	14,6%		
Solutions division	271	370	488	693	693	662	700	725	741	740	721	692	654	609	562	576		
Andel	10,31%	10,65%	10,00%	12,71%	12,71%	8,1%	8,6%	10,5%	10,3%	11,2%	11,3%	12,3%	13,0%	14,4%	14,5%	14,5%		
Total EBIT før særlige poster	2.625	3.475	4.878	5.450	6.231	7.303	7.115	6.886	7.160	6.579	6.066	5.637	5.030	4.236	3.878	3.975		
Vækst	0,06%	32,36%	40,37%	11,73%	11,73%	17,20%	-2,57%	-3,22%	3,88%	-8,12%	-7,78%	-7,07%	-10,77%	-15,73%	-8,45%	2,50%		
Total EBIT før særlige poster / omsætning	5,16%	5,13%	6,51%	6,89%	6,89%	5,80%	5,53%	5,16%	5,18%	4,61%	4,13%	3,75%	3,27%	2,70%	2,42%	2,42%		
Skat af EBIT før særlige poster	716	928	1.008	1.271	1.979	1.754	1.709	1.654	1.720	1.581	1.457	1.354	1.209	1.018	932	955		
NOPAT	1.910	2.547	3.870	4.179	4.252	5.548	5.406	5.232	5.440	4.998	4.609	4.283	3.822	3.219	2.947	3.020		
Særlige poster	-58	-1.002	-525	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Skat af særlige poster	14	267	109	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Særlige poster efter skat	-44	-735	-416	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
EBIT efter skat	1.865	1.813	3.453	4.179	4.252	5.548	5.406	5.232	5.440	4.998	4.609	4.283	3.822	3.219	2.947	3.020		
NDA - investeret kapital	12.064	21.914	20.479	21.209	27.001	28.107	29.212	30.314	31.401	32.418	33.318	34.146	34.934	35.660	36.361	37.270		
Ændring i NDA	-337	9.851	-1.435	730	5.793	1.106	1.105	1.102	1.087	1.016	900	828	788	727	701	909		

DCF		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
		0,947	0,897	0,850	0,805	0,762	0,722	0,684	0,648	0,613	0,581	
PV FCF (budgetperiode)	27.953	4.208	3.858	3.509	3.503	3.035	2.677	2.363	1.965	1.529	1.305	
PV FCF (terminalperiode)	39.850											68.579
EV FCF	67.803											
Markedsværdi af NFF (ultimo 2017)	6.677											
Markedsværdi af egenkapital	61.126											
Antal udestående aktier (1.000 stk.)	244.000											
Værdi pr. aktie per 31.12.2017	251											
RIDO		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
PV FCF (budgetperiode)	22.080	3.828	3.443	3.061	3.017	2.475	2.022	1.658	1.242	779	556	
PV FCF (terminalperiode)	18.721											32.218
NDA (ultimo 2017)	27.001											
EV RIDO	67.803											
Markedsværdi af NFF (ultimo 2017)	6.677											
Markedsværdi af egenkapital	61.126											
Antal udestående aktier (1.000 stk.)	244.000											
Værdi pr. aktie 31.12.2017	251											