

**Cand.merc.aud studiet**

**Institut for regnskab og revision**

**Copenhagen Business School 2010**

*Afleveret d. 19. April 2010*

**Kandidatafhandling**  
**Værdiansættelse af**  
**DSV A/S**

*Valuation of DSV A/S*



**Forfattere:**

Benjamin Møller Obel

Kristian Hollmann

**Vejleder:**

Professor Christian Vriborg Petersen



## **Executive summary**

The purpose of this thesis is to estimate the value of the company DSV, which is listed on the stock exchange in Copenhagen. This purpose leads to the main question:

*“Is DSV’s share over-or undervalued relative to its strategic and economic potential?”*

The Danish transport- and logistic company DSV has grown significantly since the company was founded in 1976. With a strategy of organic growth and acquisitions DSV has succeeded in strengthen the business substantially and has created shareholder value.

In order to answer the main question of the thesis, a strategic analysis was performed, from an external and internal point of view. The external analysis showed that the general transport market is very low due to the financial crisis. Since DSV is very sensitive to the situation on the transport market, the financial crises has caused a significant decrease in the revenues.

However, the internal analysis showed that DSV is a company that is able to adjust to the circumstances of the market. The analysis also showed that DSV is very aware of keeping their fixed costs low. DSV’s primary parameter of competition is the price, and that is why cost control is extremely important. This also means that economies of scale are important in order to keep the unit costs as low as possible. Economies of scale have been a vital part of the strategy of growth.

Besides the strategic analysis, the financial history of DSV was analysed.

The qualities of the earnings were evaluated sound, and there were no indications of red flags. DSV has changed their accounting principles once in the last five years. This change has made it necessary to adjust prior years for the purpose of the analysis.

The financial analysis showed an increasing tendency in higher ratios, which indicates that DSV has performed well. The ROIC ratios are high compared to the estimated WACC. In 2008 ROIC was 12.90 % compared to a WACC of 6.86 %. The ROE ratio was in 2008 33.77 % compared to the owners required rate of return, which was estimated 8.89 %. The ratio

analysis has shown a positive development in the historical analysis period. DSV has generated a positive cash flow during the analysis period until 2008. The growth in sales and turnover made it necessary for DSV to finance the growth by obtaining loans. A risk analysis consisting of an operation and financial analysis was evaluated to be a little above the average level.

Through the information gained from the analysis of financial and non-financial valuedrivers, a budget has been made. It is made as a realistic forecast on future turnovers and revenues and the budget is the main component in the valuation of DSV.

The valuation of DSV was performed with the DCF-model and the RI-model. These models are based on pro forma accounts, and if done correctly, they will give the same result. The total cash flows and the residual income, in the excess return period, and the terminal period are discounted to present values with a discounting factor, which is the WACC. WACC was calculated to 6.86 %.

Through the two valuation methods, a price of 23,918 million DKK has been calculated. A total of 209.15 million outstanding shares give an average price of 114 DKK per share. A sensitivity analysis reveals that the valuation is very sensitive to changes in WACC, the asset turnover rate and the profit margin from sales.

Through comparison with the price multiples it has been clarified that the valuation of DSV is low compared to other transportation companies in Europe.

The share was traded on the Copenhagen Stock Exchange, Friday 16<sup>th</sup> of April 2010 at a price of 104 DKK. Through the valuation methods the share has been valued at 114 DKK. For this reason it has been determined, that there is a potential for growth in the share price, since the price of the shares of DSV are undervalued.

# INHOLDSFORTEGNELSE

<b>1. INDLEDNING.....</b>	<b>9</b>
<b>2. PROBLEMFOMULERING .....</b>	<b>10</b>
<b>3. METODE.....</b>	<b>12</b>
<b>3.1. Rammestyringsfaktorer.....</b>	<b>12</b>
<b>3.2. Processtyringsfaktorer .....</b>	<b>12</b>
<b>3.3. Modelvalg.....</b>	<b>15</b>
3.3.1. Porters Five Forces.....	16
3.3.2. PEST – modellen.....	16
3.3.3. Porters konkurrencestrategier.....	16
3.3.4. Værdikædeanalyse .....	17
3.3.5. SWOT – analysen .....	17
3.3.6. Regnskabsanalyse .....	18
3.3.7. Værdiansættelsesmodeller .....	18
3.3.8. Tilbagediskonterede cash flow-model .....	18
3.3.9. Residualindkomstmodellen.....	20
<b>4. AFGRÆNSNING .....</b>	<b>21</b>
<b>5. KILDEKRITIK .....</b>	<b>22</b>
<b>6. MÅLGRUPPE.....</b>	<b>22</b>
<b>7. VIRKSOMHEDS- OG MARKEDSBESKRIVELSE.....</b>	<b>23</b>
<b>7.1. Historie.....</b>	<b>23</b>
<b>7.2. Organisationen .....</b>	<b>26</b>
7.2.1. Road divisionen.....	27
7.2.2. Air & Sea divisionen .....	28
7.2.3. Solutions divisionen .....	29
<b>8. DSVS VISIONER OG STRATEGIER .....</b>	<b>30</b>
<b>8.1. DSVs Visioner.....</b>	<b>30</b>

<b>8.2. DSVs strategier .....</b>	<b>30</b>
<b>9. STRATEGISK ANALYSE.....</b>	<b>32</b>
<b>10. EKSTERN ANALYSE.....</b>	<b>32</b>
<b>10.1. Analyse på makroniveau med PEST – modellen .....</b>	<b>32</b>
10.1.1. Politik og lovgivning .....	33
10.1.1.1. Lovgivningsfaktorer.....	33
10.1.1.2. Politiske faktorer.....	34
10.1.2. Økonomiske faktorer .....	35
10.1.2.1. Renteudviklingen .....	38
10.1.3. Sociale og kulturelle forhold .....	39
10.1.4. Teknologi og miljø.....	39
<b>10.1.5. Delkonklusion på PEST – analysen .....</b>	<b>40</b>
<b>10.2. Brancheniveau analyse – Porters Five Forces .....</b>	<b>42</b>
10.2.1. Konkurrenceintensiteten mellem allerede eksisterende udbydere og truslen fra potentielle konkurrenter .....	43
10.2.1.1. Air & Sea divisionen .....	43
10.2.1.2. Road divisionen.....	45
10.2.1.3. Solutions divisionen .....	46
10.2.2. Sammenfatning af konkurrenceintensitet og adgangsbatteri .....	47
10.2.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke .....	48
10.2.4. Sammenfatning af leverandørernes forhandlingsstyrke .....	49
10.2.5. Kundernes forhandlingsstyrke .....	49
10.2.6. Sammenfatning af kundernes forhandlingsstyrke .....	49
10.2.7. Konkurrence fra substituerende produkter.....	50
10.2.8. Sammenfatning af konkurrence fra substituerende produkter.....	51
<b>10.2.9. Delkonklusion på Porters branche analyse.....</b>	<b>51</b>
<b>11. INTERN ANALYSE.....</b>	<b>52</b>
<b>11.1 Konkurrencestrategi.....</b>	<b>52</b>
<b>11.2 Vækststrategier.....</b>	<b>54</b>
<b>11.3. DSVs strategiske kompetencer og værdiskabelse .....</b>	<b>57</b>
11.3.1. Indgående ordre, salg og service .....	59
11.3.2. Udførelse af serviceydelse .....	61
11.3.3. Indkøb: Det strategiske netværk og risici.....	61

11.4. Delkonklusion på intern analyse .....	63
<b>12. SWOT-ANALYSE .....</b>	<b>64</b>
12.1. Styrker .....	64
12.2. Svagheder .....	65
12.3. Muligheder .....	65
12.4. Trusler .....	65
<b>13. REGNSKABSANALYSE .....</b>	<b>67</b>
13.1. Revisionspåtegninger .....	67
13.2. Anvendt regnskabspraksis .....	68
13.3. Opstilling af resultatopgørelse og balance til analyseformål.....	69
13.4. Reformulering .....	69
13.4.1. Reformulering af egenkapitalopgørelsen .....	70
13.4.2. Reformulering af balancen.....	71
13.4.3. Reformulering af resultatopgørelsen.....	72
13.4.4. Reformulering af pengestrømsopgørelsen .....	74
13.5. Rentabilitetsanalyse.....	74
13.5.1. Egenkapitalforrentningen (ROE) .....	75
13.5.2. Afkastningsgraden (ROIC) .....	77
13.5.3. Overskudsgraden og omsætningshastigheden .....	77
13.5.4. Finansiell gearing og SPREAD.....	79
<b>13.6. KONKLUSION PÅ REGNSKABSANALYSEN .....</b>	<b>80</b>
<b>14. BUDGET .....</b>	<b>82</b>
14.1. Budgettering af omsætningen .....	82
14.1.1. Generelt .....	82
14.1.2. Road divisionen.....	83
14.1.3. Air & Sea divisionen .....	84
14.1.4. Solutions divisionen .....	84
14.2. Budgettering af driftsoverskud før skat .....	85

<b>14.3. Den effektive skatteprocent .....</b>	<b>86</b>
<b>14.4. Aktivernes omsætningshastighed .....</b>	<b>87</b>
14.4.1. Anlægskapital.....	87
14.4.2. Arbejdskapital .....	88
<b>15. VÆRDIANSÆTTELSE.....</b>	<b>90</b>
<b>15.1. Fastlæggelse af de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) .....</b>	<b>90</b>
15.1.1. Kapitalstruktur .....	90
15.1.2. Fremmedkapitalomkostninger.....	93
15.1.3. Risikofri rente.....	93
15.1.4. Selskabsspecifikt risikotillæg.....	93
15.1.5. Selskabsskatteprocenten .....	96
15.1.6. Ejernes afkastkrav .....	96
15.1.7. Estimering af Beta .....	97
15.1.7. Driftsmæssig risiko.....	99
15.1.8. Finansiell risiko.....	100
15.1.9. Markedsporteføljens risikopræmie .....	101
<b>15.2. Værdiansættelse med DCF-modellen.....</b>	<b>102</b>
<b>15.3. Værdiansættelse med RI-modellen.....</b>	<b>103</b>
<b>15.4. Følsomhedsanalyse .....</b>	<b>104</b>
<b>15.5. Sammenligning af værdiansættelse med multipler .....</b>	<b>106</b>
<b>16. KONKLUSION .....</b>	<b>110</b>
<b>17. PERSPEKTIVERING.....</b>	<b>113</b>
<b>18. LITTERATURLISTE .....</b>	<b>115</b>
<b>19. BILAGSOVERSIGT .....</b>	<b>117</b>



## 1. INDLEDNING

Der var formentlig ikke mange, som forventede, at DSV ville udvikle sig til en af Danmarks største virksomheder, dengang DSV blev grundlagt under navnet De Sammensluttede Vognmænd af 13-7 1976 A/S tilbage i 1976. DSVs recept var, at selskabet maksimalt skulle eje 10 % af det nødvendige materiel. Denne forretningsmodel blev hurtigt en succes for DSV, og ledelsen og ejerne valgte at børsnotere selskabet i 1987. Siden børsnoteringen har DSV, gennem en aggressiv og ekspansiv ledelsespolitik, forøget omsætningen fra 167,8 mio. DKK til 34.899,00 mio. DKK i 2008, og er i dag blandt Danmarks største virksomheder og en stor aktør på det internationale marked indenfor transportsektoren<sup>1</sup>.

Den aggressive og ekspansive ledelsespolitik bestod i, at DSV især igennem opkøb skulle vokse sig større. DSV har således gennem selskabets levetid foretaget adskillige opkøb, heraf flere risikofyldte, for at vokse til den størrelse DSV har i dag. Dette var også tilfældet, da den finansielle krise henover sensommeren 2008 ramte med kulminationen af krakket af Lehmann Brothers i USA i september måned 2008. DSVs ledelse havde på daværende tidspunkt netop lukket forhandlingerne med ABX LOGISTICS ledelse og aktionærer om opkøb af ABX LOGISTICS, der var DSVs største opkøb til dato.

Opkøbet af ABX LOGISTICS kunne ikke være kommet på et dårligere tidspunkt. Den finansielle krise indebar, at transportsektoren blev hårdt ramt, da transport af gods stort set fra den ene dag til anden dag faldt kraftigt. DSV skulle ud over at integrere ABX LOGISTICS ligeledes tilpasse sig de nye markedsforhold. Samtidigt var opkøbet af ABX LOGISTICS finansieret gennem koncernens banker, der efter krisens indtruffen ændrede holdning til deres udlånspolitik. DSV fik en hård behandling af bankerne, og følte sig nødsaget til at foretage en kapitaludvidelse i foråret 2009 for at styrke koncernens interne finansielle forhold. DSVs ledelse har også senere erkendt, at tidspunktet for opkøbet af ABX LOGISTICS ikke var optimalt<sup>2</sup>.

Den finansielle krise medførte stor volatilitet på aktiemarkedene, og man oplevede, at ”fornuftige” aktier kunne blive handlet til kurser, der var mindre end kurs indre værdi. DSVs aktie var i lighed

---

<sup>1</sup> www.shareholders.dk – DSV: et dansk selskab i verdensklasse

<sup>2</sup> Artikel Berlingske Tidende ”Krisens spor på DSV”, 5. Januar 2010

med andre aktier påvirket af den finansielle krise, og kursen på DSVs aktie var i marts måned 2009 faldet til under 40 sammenlignet med, da aktien i oktober 2007 nåede den højeste kurs nogensinde omkring 140<sup>3</sup>. De store udsving i aktien gør det interessant, at vurdere om aktien er over- eller undervurderet.

## 2. PROBLEMFOMULERING

”Er DSVs aktie over- eller undervurderet i forhold til virksomhedens strategiske og økonomiske potentiale?”

Afklaring af det opstillede spørgsmål giver anledning til følgende problemstillinger: en strategisk analyse, en regnskabsanalyse og en værdiansættelse af DSV.

### **Strategisk analyse:**

Den strategiske analyse foretages for at give en forståelse af hvilke forhold og faktorer, som påvirker DSVs værdiskabelse på henholdsvis makro- og microniveau. Analysen vil klarlægge den nuværende situation på markedet, samt vurdere de fremtidige muligheder.

Ud fra relevante modeller analyseres følgende problemstillinger:

- Hvad er udviklingstendensen i transportsektoren?
- Hvilke samfundsmæssige omverdensfaktorer påvirker DSV?
- Hvilke branchespecifikke omverdensfaktorer påvirker DSV?
- Hvilke styrker og svagheder karakteriserer DSVs interne forhold?

### **Regnskabsanalyse:**

Regnskabsanalyse foretages med det formål at afdække DSVs finansielle værdidrivere, som ligger til grund for den historiske værdiskabelse i DSV. Den historiske udvikling i de finansielle værdidrivere er udgangspunktet for den senere budgettering af den fremtidige udvikling, der indgår i værdiansættelsen.

---

<sup>3</sup> [www.euroinvestor.dk](http://www.euroinvestor.dk)

---

I den forbindelse afdækkes følgende problemstillinger:

- Hvordan har DSVs finansielle værdidrivere udviklet sig i perioden 2004 - 2008?
- Hvilke faktorer kan have indvirkning på udviklingen i de finansielle værdidrivere?
- Hvorledes ser DSVs finansielle risiko ud?

### **Værdiansættelse:**

Ud fra strategi- og regnskabsanalysen foretages en estimeret værdiansættelse af DSV. Følsomheden af den estimerede værdi af DSV vil blive undersøgt. Prismultiple vil blive anvendt i sammenligning med andre transportvirksomheder til at vurdere om DSV er over- eller undervurderet i forhold til de andre transportvirksomheder.

I den forbindelse afdækkes følgende problemstillinger:

- Hvilken estimeret markedsværdi har DSV til dato?
- Hvor følsom er den estimerede værdi af DSV?
- Hvordan sammenlignes værdiansættelsen af DSV med andre virksomheder?

### 3. Metode

Dette afsnit giver et overblik over afhandlingens opbygning samt gennemgår kort de metoder, som lægger til grund for analysens udarbejdelse.

#### 3.1. Rammestyringsfaktorer

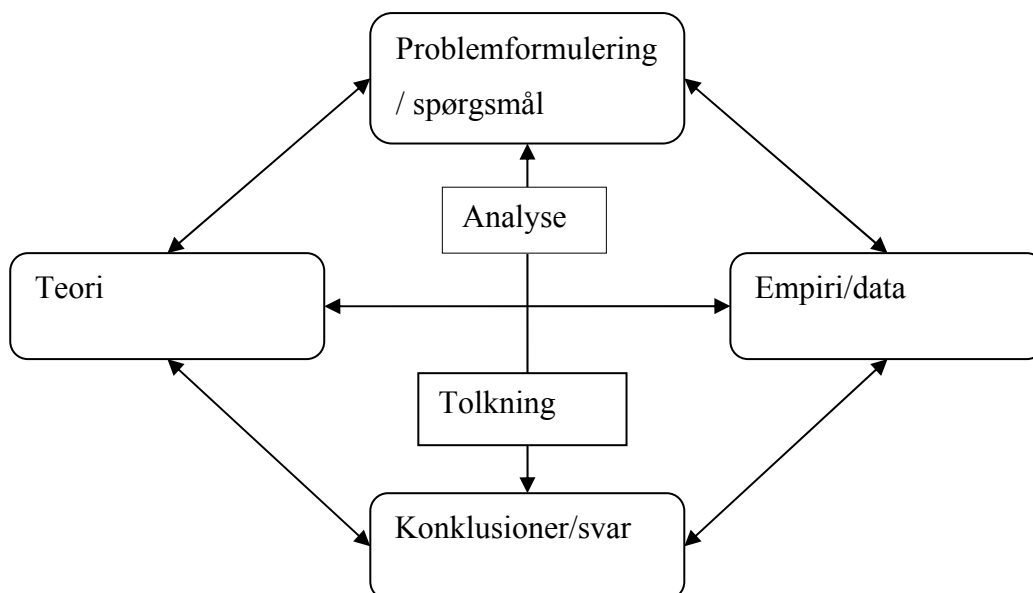
Nærværende afhandling er udarbejdet i overensstemmelse med de givne retningslinjer for formalia, indhold og struktur, jf. studievejledningen på Cand.merc.aud studiet.

#### 3.2. Processtyringsfaktorer

Undersøgelserprocessen består af 4 grundlæggende elementer, og en række koblinger mellem disse.

Som figur 1 illustrerer, tager afhandlingen afsæt i problemformuleringen, der består af en række spørgsmål, der ønskes belyst. Dernæst præsenteres relevant teori og indsamlet data, som analyseres, fortolkes og anvendes til at besvare problemformuleringen.

**Figur 1: Vidensproduktion, hovedelementer og arbejdsgang**



*Figur 1: Kilde, Ib Andersen, Den skinbarlige virkelighed 2005, side 24*

---

Den historiske metode er fundet mest velegnet til behandling af den opstillede problemformulering<sup>4</sup>. Brugen af den historiske metode sammenholdt med det faktum, at det i afhandlingen ønskes at vurdere værdien af DSV, fører til anvendelsen af deduktive slutninger. Dette ville ske ved anvendelse af en normativ indgangsvinkel, der tager udgangspunkt i det generelle og bevæger sig mod det specifikke ved, at forsøge, at forklare, hvilke styrker og svagheder, samt muligheder og trusler DSV har.

Konsekvensen af dette metodevalg er, at datagrundlaget for afhandlingen består af allerede eksisterende materiale, kvalitativ og kvantitativ sekundær data<sup>5</sup>. Hvilket i dette tilfælde omfatter alt offentlig tilgængelig information, som f.eks. års- og perioderapporter, relevant litteratur omkring værdiansættelse, relevante artikler samt pensum på cand.merc.aud. studiet.

Gennem afhandlingen vil de tilgængelige informationer blive vurderet kritisk, idet materialet ofte vil være subjektivt. Risikoen for subjektivitet gælder generelt ved anvendelsen af den historiske metode, idet der er tale om andenhåndsmateriale, der må forventes at være præget af forfatterens holdninger til emnet<sup>6</sup>.

I forbindelse med gennemgangen af litteraturen på området, er det fundet mest hensigtsmæssigt at opbygge strukturen i afhandlingen, i henhold til figur 2.

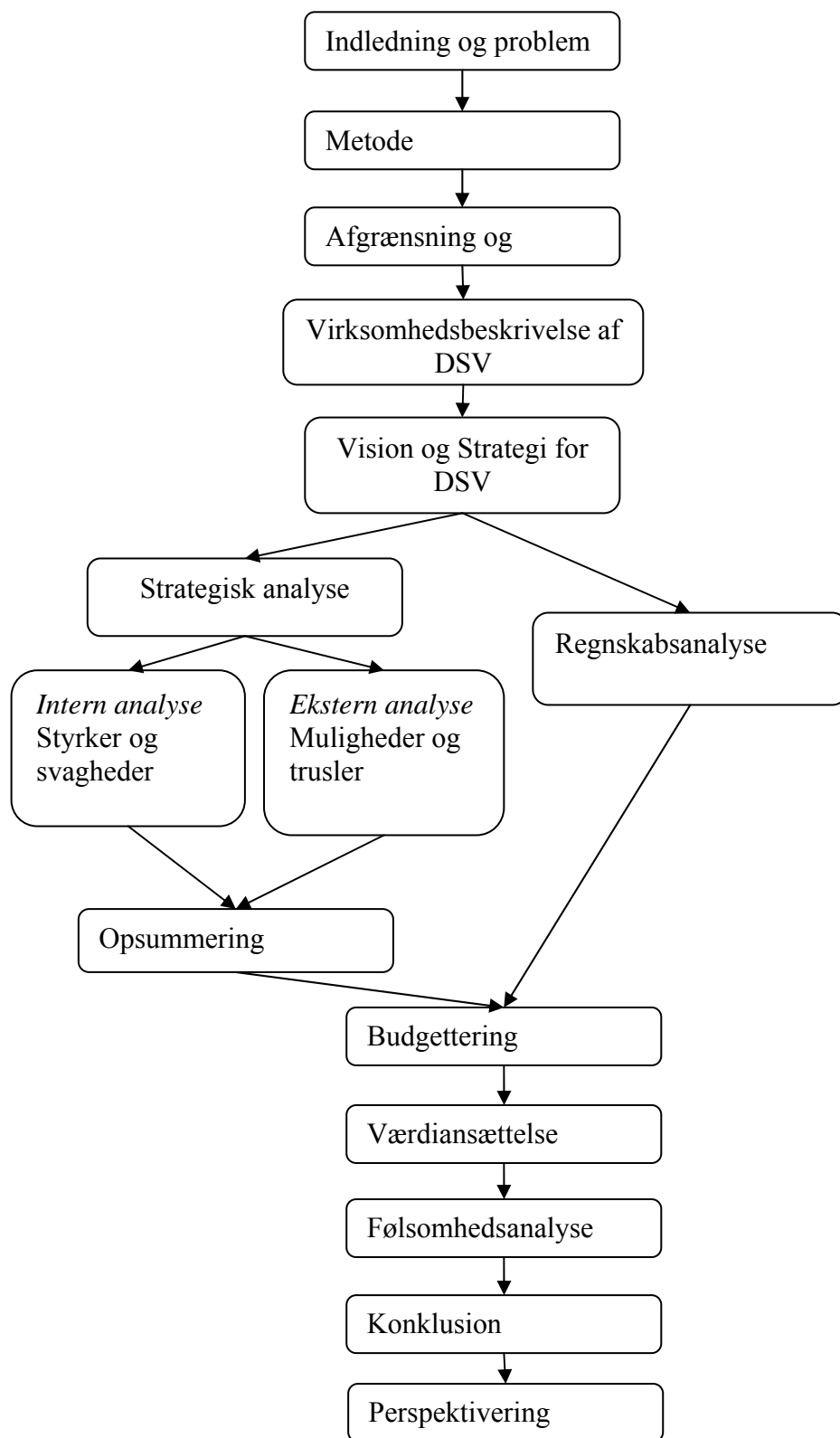
---

<sup>4</sup> Gorman, G.E. mfl ”Qualitative Research for the information professional”, Kap. 10

<sup>5</sup> Andersen, Ib, ”Den skindbarlige virkelighed”, side 151

<sup>6</sup> Andersen, Ib, ”Den skindbarlige virkelighed”, side 151

**Figur 2: Opgave struktur**



Kilde: Egen tilvirkning

### 3.3. Modelvalg

For at kunne besvare problemformuleringen inddrages en række strategiske og økonomiske analysemodeller, som vil finde anvendelse til at analysere datagrundlaget.

Den strategiske analyse er delt op i to hovedområder: en ekstern analyse og en intern analyse.

Til den eksterne analyse anvendes PEST (Political, Economical, Social, Technological) på omverdensniveau og Porters Five Forces på brancheniveau. Disse modeller giver et struktureret analyseværktøj til, at vurdere de mikro- og makroøkonomiske forhold, som repræsenterer muligheder og trusler for DSV, samt fremtidige indtjeningsmuligheder for virksomheden.

Til brug for den interne analyse anvendes Værdikædeanalysen, som anvendes til at identificere eventuelle interne kompetencer i DSV.

Den udvidede DuPont-model anvendes til regnskabsanalysen, da modellen vurderes, at give en naturlig systematik i analysen, samt giver et overblik over DSVs historiske økonomiske performance.

Værdiansættelsen af DSV foretages med udgangspunkt i den tilbagediskonterede cash flow model (DCF-modellen) og Residualindkomstmodellen (RI-modellen). DCF-modellen anvendes, da den er blandt en af de mest udbredte modeller blandt aktieanalytikere, corporate finance-afdelinger og lignende, samt er uafhængig af anvendt regnskabspraksis<sup>7</sup>. RI-modellen er valgt, idet den baseres på regnskabsmæssige begreber og nøgletal, samt stiller beskedne krav til de data, der indgår i modellen<sup>8</sup>. Formålet med at inddrage både DCF-modellen og RI-modellen er, at modellerne kan bruges til at kontrollere den beregnede værdi, da modellerne, såfremt deres forudsætninger er oprethold, skal give samme værdi<sup>9</sup>.

De forskellige modeller gennemgås kort nedenfor.

---

<sup>7</sup> FSR: ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele”, side 43

<sup>8</sup> Plenborg, Thomas: Ledelse & erhvervsøkonomi 4/2000

<sup>9</sup> Plenborg, Thomas: Ledelse & erhvervsøkonomi 4/2000

### **3.3.1. Porters Five Forces**

Porters Five Forces modellen anvendes i den eksterne analyse til vurdering af branchen, samt hvor profitabel den er. Hvis den er profitabel, er den attraktiv for nye samt eksisterende konkurrenter, hvorimod hvis den ikke er så profitabel er den mindre attraktiv overfor nye og eksisterende konkurrenter. Modellen er opbygget omkring fem faktorer, som påvirker profitabiliteten i branchen. De fem faktorer er konkurrenceintensiteten i branchen, truslen fra nye konkurrenter, substituerende produkter, kundernes forhandlingsstyrke og leverandørernes forhandlingsstyrke<sup>10</sup>.

Porters Five Forces har den ulempe, at den ikke er fremadrettet, men derimod giver et statisk billede af situationen. I afhandlingen bliver der taget højde for ulempen for den manglende fremadrettede vurdering af branchen ved anvendelse af modellen. Konklusioner i analysen vil blive inddraget i den mere dynamiske SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) analyse.

### **3.3.2. PEST – modellen**

Som tidligere nævnt anvendes PEST – modellen i den eksterne analyse. Den bruges til at analysere de forhold, der omgiver transportbranchen, og som vil kunne have en indflydelse på virksomhedens indtjeningsevne<sup>11</sup>. De forhold, der analyseres i en PEST – analyse, påvirker ikke kun den aktuelle virksomhed, men hele branchen.

Modellen anvendes ikke til at belyse samtlige forhold, da det vil resultere i en række informationer, hvoraf flere ikke vil være nyttige i analysen af værdien af DSV. PEST – modellen benyttes kun til at fremhæve de vigtigste aspekter i analysen, som ventes at kunne påvirke værdien af DSV, samt hvilke muligheder og trusler, der i fremtiden kan påvirke virksomheden.

### **3.3.3. Porters konkurrencestrategier**

Ifølge økonomen Michael Porter er der fire generiske strategier, som en virksomhed skal følge for at opnå succes<sup>12</sup>. Disse strategier afgør, hvordan virksomheden vil agere på markedet.

---

<sup>10</sup> Elling, Jens O. mfl. ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side 73.

<sup>11</sup> Grant, Robert, ”Contemporary Strategy Analysis”, side 66

<sup>12</sup>Elling, Jens O. mfl. ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse” – side 92



---

Virksomheden kan vælge at være omkostningsleder, her er strategien lave omkostninger og stor markedsandel. En anden konkurrencestrategi er differentiering, her vil virksomheden forsøge at få en merpris for deres produkter, ved at tillægge produkterne mere værdi i forhold til konkurrenterne på markedet. Den sidste strategi er fokusstrategien, som kombineres med de to ovenstående strategier. Fokusstrategien går ud på, at koncentrere indsatsen på en bestemt del af markedet, det kan f.eks. være et begrænset geografisk område eller ved bestemt brug af produktet.

Denne model bruges for at give en forståelse for de fremtidige vækstmuligheder ud fra den konkurrencestrategi, som DSV bruger.

### **3.3.4. Værdikædeanalysen**

Værdikædeanalysen, der er udviklet af Porter, giver en ramme til analyse af de indbyrdes sammenhænge i virksomhedens aktiviteter<sup>13</sup>. Som ekstern analytiker skal denne model anvendes til, at afdække hvordan ressourcer og funktioner skaber konkurrencemæssige fordele og dermed værdi for aktionærerne. Modellen ser på virksomheden, som den eksisterer i dag, hvorfor modellen har den ulempe, at den er statisk. Der er ikke noget fremtidsperspektiv i modellen, da den primært giver svar på interne forhold, men kan dog inspirere til mulige forbedringer af disse.

Modellen er udviklet tilbage i 1980'erne og er baseret på produktionsvirksomheder, hvorfor der kun inddrages relevante dele fra modellen til at fremhæve de ressourcer og funktioner, der kan skabe konkurrencemæssige fordele for DSV.

### **3.3.5. SWOT – analysen**

Konklusionerne fra gennemgangen af konkurrence- og vækststrategier, samt værdikædeanalysen anvendes til udarbejdelsen af SWOT – analysen<sup>14</sup>. Konklusionerne klarlægger styrker og svagheder for DSV.

Konklusioner fra Porters Five Forces og PEST – analysen kan inspirere til muligheder og trusler i SWOT – analysen.

---

<sup>13</sup> Grant, Robert, “*Contemporary Strategy Analysis*”, side 135-137

<sup>14</sup> Grant, Robert, “*Contemporary Strategy Analysis*”, side 12

De ikke-finansielle værdidrivere, der opnås fra de foregående analyser anvendes og opsummeres i en SWOT analyse, der er en mere dynamisk model, som vil lægge til grund for den senere budgettering og værdiansættelse af DSV.

### **3.3.6. Regnskabsanalyse**

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i den udvidede DuPont-model<sup>15</sup>. Modellen, der er baseret på udviklingen i egenkapitalens forrentningsprocent, bruges til at analysere de væsentligste årsager til den historiske udvikling i DSV. Sammen med den strategiske analyse danner den grundlaget for de fremtidige forventninger til DSV.

### **3.3.7. Værdiansættelsesmodeller**

Der findes en række modeller til brug for værdiansættelse af virksomheder. Disse modeller har, alt afhængig af virksomhedens karakteristika, forskellige teoretiske indgangsvinkler til en værdiansættelse. Modellerne har hver især fordele og ulemper, hvorfor det i forbindelse med modelvalget er vigtigt, at vurdere eksisterende data.

Det der kendetegner en god værdiansættelsesmodel er, at den giver et middelret estimat, at den er forståelig for brugere af modellen og at de forudsætninger, der ligger til grund for modellen er realistiske<sup>16</sup>.

De to valgte modeller opfylder ovenstående krav og gennemgås nedenfor.

### **3.3.8. Tilbagediskonterede cash flow-model**

DCF-modellen bygger på princippet om tilbagediskontering af virksomhedens fremtidige cash flows for en given budgetperiode samt en forudsætning om konstante kapitalomkostninger. Modellen kræver teoretisk, at der budgetteres uendeligt. I praksis budgetteres ofte i en kortere periode på f.eks. 3 til 10 år, hvorefter det antages, at virksomheden i terminalperioden når et stabilt grundlag (steady state), og at cash flowet derefter kun vil vokse moderat med en vækst på niveau med markedet som helhed. Endvidere er det en forudsætning, at alt overskydende likviditet

---

<sup>15</sup> Petersen, Christian V. mfl. ”Regnskabsanalyse for beslutningstagere”, side 178 og 193

<sup>16</sup> Plenborg, Thomas: Ledelse & erhvervsøkonomi 4/2000

investeres i projekter, som giver en nettotidsværdi lig med nul. Altså at investeringen er lig med afkastkravet<sup>17</sup>.

Modellen kan skrives således:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCF}{(1 + wacc)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^T} - NFF^{18}$$

$V_0^E$  = Estimeret værdi af både egenkapital og rentebærende gæld

FCF = Frit cash flow til selskabet

Wacc = Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger

g = Konstant vækst i FCF i terminalperioden

T = Antal af år i budgetperioden

*Det frie cash flow kan beregnes således:*

EBIT

- kontant skat på EBIT

+ afskrivninger

Cash flow fra driften

- Investeringer i anlægsaktiver

- Investeringer i arbejdskapital

Det frie cash flow til ejere og långivere

Længden af den valgte budgetperiode vurderes ud fra markedets stabilitet, virksomhedens stabilitet samt levetid. Da DSV er en forholdsvis gammel virksomhed med stærk vækst grundet opkøb af virksomheder, kunne der argumenteres for en budgetperiode på 3 år. Men grundet den økonomiske krise er en budgetperiode på 6 år valgt, da det forventes, at markedet indenfor den periode stabiliseres. Det væsentlige ved budgetperiodens længde er, at den er tilstrækkelig lang til at kunne

<sup>17</sup> Plenborg, Thomas: Ledelse & erhvervsøkonomi 4/2000

<sup>18</sup>Elling, Jens O. mfl. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", side 33.

fange virksomhedens potentielle værdiskabende projekter. I forbindelse med budgetteringen, skal det ifølge den økonomiske teori bemærkes, at en virksomhed kun i en kort periode kan have et overnormalt afkast, da de frie markedskræfter skaber en øget konkurrence og et lavere afkast<sup>19</sup>.

### 3.3.9. Residualindkomstmodellen

RI-modellen måler værdien af selskabet set ud fra en ejers synsvinkel, hvorimod DCF-modellen medtager både långivers og ejers synsvinkel. Residualindkomsten er den indkomst ejeren har af sin investering fratrukket det afkast ejeren vil kunne opnå, hvis investeringen var forrentet andetsteds.

RI-modellen betragtes generelt som lettere anvendelig, hvilket skyldes den forholdsvis lette adgang til anvendeligt talmateriale, da modellen kun består af to led. Modellen tager udgangspunkt i den bogførte værdi af egenkapitalen og tilbagediskonterer kun virksomhedens residualindkomst (nettooverskud fratrukket egenkapitalomkostninger). Modellen tager dermed udgangspunkt i størstedelen af egenkapitalens kapitalværdi, den bogførte værdi af egenkapitalen, og overlader hovedparten af værdiansættelsen til regnskabspraksis. Indregning af balanceposter til dagsværdi frem for historisk kostpris kræver således mindre værdireguleringer. En forudsætning for anvendelse af RI-modellen er ”clean surplus accounting” i budgettet. Det vil sige, at alle indtægter og omkostninger passerer resultatopgørelsen. Overholdes denne forudsætning er modellen ufølsom over for valg af indregningsmetoder, regnskabsprincipper mv.<sup>20</sup>.

Modellen kan skrives således:

$$V_0^E = EK_0 + \frac{RI_1}{(1 + k_e)^1} + \frac{RI_2}{(1 + k_e)^2} + \dots \rightarrow \infty^{21}$$

$V_0^E$  = Estimeret værdi af både egenkapital og rentebærende gæld

$EK$  = Den bogførte værdi af egenkapitalen

$RI$  = Residualindkomst

$k_e$  = Egenkapital omkostninger

<sup>19</sup> Elling, Jens O. mfl. ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side. 234-235

<sup>20</sup> Plenborg, Thomas: Ledelse & erhvervsøkonomi 4/2000

<sup>21</sup> Elling, Jens O. mfl. ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side 44

Jo større forskellen er mellem egenkapitalforrentningen og ejernes afkastkrav og jo større vækst i egenkapitalen, jo mere vil den estimerede værdi afvige fra den bogførte værdi af egenkapitalen. Som følge deraf må det antages, at investor vil være villig til at betale en pris ud over den bogførte værdi af egenkapitalen, hvis de tilkøbte aktiver kan generere et fremtidigt overnormalt afkast<sup>22</sup>.

På baggrund af ovenstående vurderes det, at RI-modellen er et godt alternativ til den udbredte DCF-model, hvorfor anvendelsen af de begge modeller findes fordelagtig til værdiansættelsen af DSV.

#### **4. AFGRÆNSNING**

Det forventes, at læseren af afhandlingen har et elementært kendskab til de grundlæggende modeller, der anvendes, samt til virksomheden DSV. Den underliggende teori er derfor ikke beskrevet i detaljer, men kun ridset op for at give et overblik. Endvidere forventes det, at læseren har en grundlæggende økonomisk forståelse.

Skæringsdatoen for indsamlingen af finansielle informationer fra DSV er sat til d. 30. oktober 2009, som er datoen for offentliggørelsen af DSVs 3. kvartalsrapport for 2009. Finansielle informationer, som er påløbet efter denne dato, og som principielt kunne have haft en indflydelse på værdiansættelsen, indgår ikke i afhandlingen.

Analysen er foretaget på koncernniveau, hvorfor de enkelte organisatoriske enheder i koncernen ikke bliver behandlet særskilt. Der afgrænses på den baggrund fra at opdele de enkelte organisationer i separate divisioner.

Der udarbejdes ikke en detaljeret gennemgang af DSVs anvendte regnskabspraksis. Vurderingen af den anvendte regnskabspraksis inddrages kun i det omfang, det anses for nødvendigt.

Inddragelse af andre virksomheder foretages udelukkende, hvor det findes relevant.

---

<sup>22</sup> Plenborg, Thomas: Ledelse & erhvervsøkonomi 4/2000

## **5. KILDEKRITIK**

I forbindelse med udarbejdelsen af afhandlingen, er der anvendt et varieret udbud af offentlig tilgængelig information. Formålet med dette er, at behandlingen af de enkelte problemstillinger skal være så objektiv som muligt. Det er så vidt muligt forsøgt, at vurdere oplysninger fra DSV i forhold til andre eksterne kilder, for at opnå et mere nuanceret billede.

De resterende informationskilder er indhentet fra faglitteratur, medier, hjemmesider og analyser. De kilder, der stammer fra DSV er årsrapporter, kvartalsrapporter, selskabsmeddelelser samt interviews på internettet.

Hovedparten af afhandlingens informationskilder er skrevet af forfattere, som ikke nødvendigvis er objektive, hvilket kommer til udtryk gennem deres egen mening eller af andre direkte interessenter. Det er i afhandlingen, forsøgt at forholde sig kritisk til de informationer og oplysninger, der er indhentet. For at kunne danne et forholdsvist nuanceret billede af DSV og deres nuværende situation er det bevidst valgt, at benytte så mange forskellige kilder som muligt. Dette indebærer, at den enkelte ”forfatters” egen subjektive holdning reduceres.

Herudover er det valgt, at benytte alment kendte og anerkendte modeller i forbindelse med værdiansættelsen og de underliggende analyser. Ved brugen af modellerne er der henvist til lærebøger.

## **6. MÅLGRUPPE**

Målgruppen for afhandlingen er primært professorer, censorer og elever ved Handelshøjskolen. Den sekundære målgruppe er dem, der har en generel interesse i DSV. Værdiansættelsen er ikke en købs/salgs anbefaling, men en vurdering af om DSVs aktie er over- eller undervurderet i forhold til virksomhedens strategiske og økonomiske potentiale.

## 7. VIRKSOMHEDS- OG MARKEDSBESKRIVELSE

Formålet med afsnittet er, at skabe et grundlæggende kendskab til DSV, herunder bidrage til en bedre forståelse af analyserne i de efterfølgende afsnit.

Afsnittet indledes med en beskrivelse af den historiske udvikling, hvorefter DSVs forretningsområder Road, Air & Sea og Solutions belyses. Herefter beskrives de, af koncernledelsen, fastlagte strategiske forhold.

### 7.1. Historie<sup>23</sup>

I 1976 blev DSV, De Sammensluttede Vognmænd af 13-7 1976 A/S, grundlagt af ti selvstændige vognmænd. Ideen bag selskabet var at frigøre sig fra entreprenørbranchens konjunktursvingninger. Dette skulle ske ved, at DSV maksimalt skulle eje 10 % af det nødvendige materiel, mens resten af transporterne skulle udføres af tilknyttede vognmænd. Dette indebar, at DSV i højkonjunktur hurtigt kunne øge aktiviteten og indtjeningen ved at tilknytte flere vognmænd, mens DSV i en lavkonjunktur kunne reducere aktiviteten uden, at det gik væsentligt ud over marginalen, da de lavere fragtrater gik ud over de tilknyttede vognmænd.

DSV havde i 1977 en omsætning på 36,5 mio. DKK, mens omsætningen i 1985 var vokset til 167,8 mio. DKK. I midten af 1980'erne besluttede ledelsen og ejerne, at notere aktien på børsen for at skaffe kapital til yderligere vækst. I 1989 købte DSV Borup Autotransport. I denne forbindelse fulgte Borup Autotransports direktør Kurt Larsen med, som siden har været en af de bærende kræfter i DSV sammen med Leif Tullberg.

Som følge af de mange opkøb oplevede DSV i starten af 90'erne en alvorlig krise. Efter børsnoteringen havde DSV satset på en række aktiviteter uden for selskabets kerneforretning, herunder affaldsindsamling, jordrensning og busdrift. Efter oprydning/salg af de tilkøbte aktiviteter fik DSV igen styr på deres forretning og opnåede i 1992/1993 et, på daværende tidspunkt, rekordresultat på 28,1 mio. DKK.

I 1997 købte DSV Samson Transport, hvor den nuværende koncerndirektør Jens Bjørn Andersen begyndte sin karriere som speditørelv i 1988. Med købet tredoblede DSV koncernens transport- og

---

<sup>23</sup> [www.shareholders.dk](http://www.shareholders.dk) – DSV: et dansk selskab i verdensklasse

logistikaktiviteter, og i oktober 2000 købte DSV selskabet DFDS Dan Transport. Købet af DFDS Dan Transport var en enorm satsning fra ledelsens side, da købet blev finansieret via en moderat kapitaludvidelse og den højeste finansielle gearing i DSVs historie. DSVs aktiviteter inden for transport og logistik blev med købet firedoblet.

I juni 2005 købte DSV J.H. Bachmann, købet skete for at styrke de generelle globale luft- og sø aktiviteter og spillede således en vigtig rolle i en fortsat positiv udviklingen af Air & Sea divisionen. J.H. Bachmann havde en årlig omsætning på ca. 160 millioner EUR, en EBITA på ca. 4 millioner EUR og var repræsenteret i 11 lande.

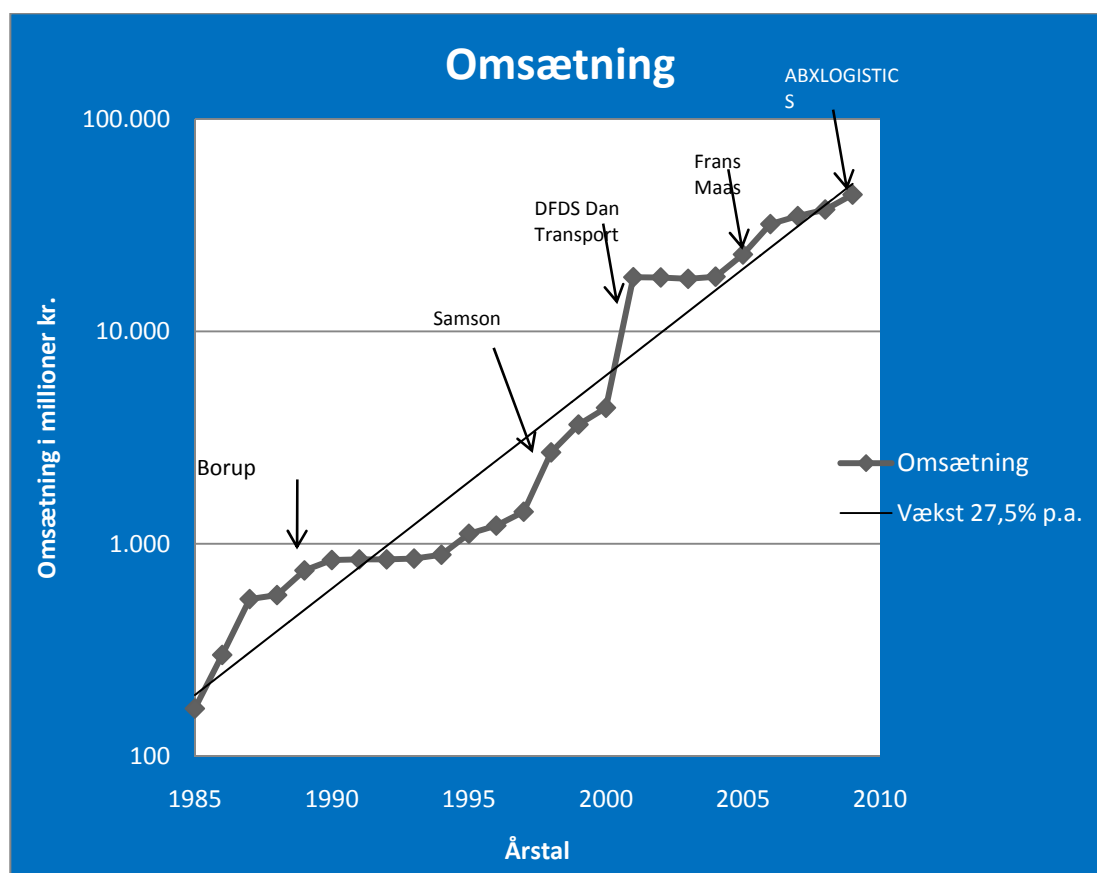
I 2006 købte DSV hollandske Frans Maas. Opkøbet skulle styrke DSVs netværk i Central-, Øst- og Sydeuropa, herunder især det russiske marked, som DSV på daværende tidspunkt stort set ikke havde nogen aktivitet på. Frans Maas havde en årlig omsætning på ca. 1.080 millioner EUR, og en EBITA margin på ca. 2 %.

Senest har DSV i 2008 købt ABX LOGISTICS. Hvilket betød, at DSVs Air & Sea division næsten fordobledes, samt styrkede DSVs Road-aktiviteter særligt i Italien, Tyskland, Frankrig og Spanien. Endvidere passede DSVs nordeuropæiske aktiviteter godt sammen med ABXs aktiviteter i Syd- og Vesteuropa. ABX havde en årlig omsætning på ca. 1,8 milliarder EUR, og en EBITA på 54 millioner EUR og var repræsenteret i 35 lande. ABXs Air & Sea-aktiviteter udgjorde 1,3 milliarder EUR af den samlede omsætning på 1,8 milliarder EUR.

Figur 3 viser DSVs omsætning fra 1985 og frem til 2008. De vigtigste af DSVs virksomhedsakkvisitioner fremgår af figuren. Det fremgår endvidere tydeligt af figuren, at hovedparten af DSVs omsætningsvækst kommer fra virksomhedsakkvisitioner, og at disse er en af hovedårsagerne til, at DSV har opnået den størrelse, de har i dag.



**Figur 3: Omsætningsstigning i DSV 1985 – 2008**

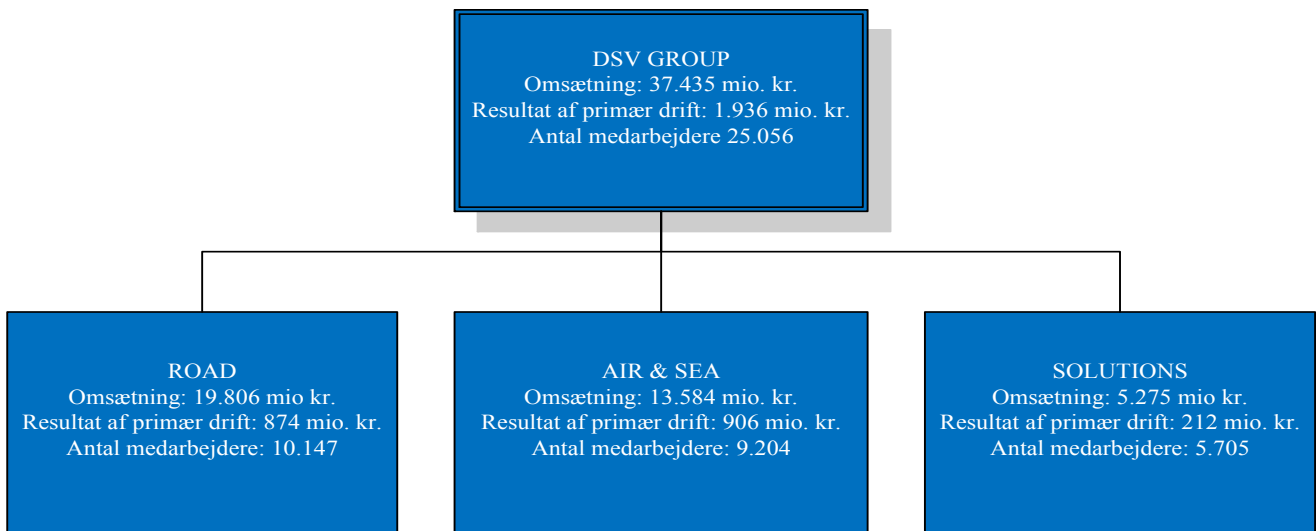


Kilde: [www.shareholders.dk](http://www.shareholders.dk)

## 7.2. Organisationen

DSV koncernen består, som det fremgår af figur 4, af tre divisioner. Herudover har hver enkelt division tilknyttet få associerede virksomheder, men de udgør en uvæsentlig del af koncernen.

**Figur 4: Organisationsdiagram over DSV**



Kilde: DSVs Årsrapport 2008, side 2

De tre divisioners omsætning i perioden 2004 – 2008 fremgår af tabel 1.

**Tabel 1: Omsætningsoversigt**

Mio. DKK	2004	2005	2006	2007	2008
Road division	13.003	15.686	23.398	21.943	18.987
Air & Sea division	4.489	6.416	7.582	8.845	13.307
Solutions division	588	907	989	4.111	5.141
Øvrige	12	6	0	0	0
I alt	18.092	23.015	31.969	34.899	37.435

Kilde: Egen tilvirkning

De væsentlige stigninger i omsætningen skal forklares ved DSVs køb af Frans Maas i 2006 og ABX LOGISTICS i 2008.

---

Nedenfor følger en generel gennemgang af de enkelte divisioner, herunder forretningsområder, ledelse, overordnede økonomiske forhold og mål.

### **7.2.1. Road divisionen<sup>24</sup>**

Divisionen beskæftiger sig med transport af full loads, part loads samt stykgods i langt hovedparten af de europæiske lande. Ydelserne udføres primært gennem DSVs eget netværk, hvor divisionen er repræsenteret i 34 lande i Europa. Road divisionen opererer internt som underleverandør med hensyn til terminal og distribution for Air & Sea divisionen samt Solutions divisionen. Den operationelle udførelse af transporterne er i høj grad outsourcet til underleverandører.

Divisionen har en decentral struktur, hvilket indebærer, at der er en lokal ledelse i hvert land, hvor divisionen er repræsenteret, der er ansvarlig for driften og administrationen. Hvert lokalt selskab har et selvstændigt budget, som følges af den lokale ledelse og den overordnede ledelse i divisionen.

Divisionen tegnede sig i 2008 for 50,72 % af den samlede omsætning i DSV. Omsætningen vedrører kun Europa, hvor omsætningen hovedsagligt kommer fra Skandinavien, Tyskland, Benelux landene og Storbritannien.

De langsigtede mål er at få styrket og opbygget divisionens eget netværk i de europæiske lande, for herigennem at blive mindre afhængig af divisionens samarbejdspartnere, og minimere eventuelle risici, der er knyttet hertil. Opkøbene af Frans Maas og ABX LOGISTICS har i høj grad været med til at styrke divisionens netværk i Vest- og Sydeuropa. Divisionens ledelse er af den opfattelse, at de syd- og østeuropæiske lande har potentiale for yderligere vækst og indtjening, hvorimod Skandinavien og Nordeuropa er vurderet som stærke og velkonsoliderede lande, som genererer en høj indtjening.

---

<sup>24</sup> DSVs Årsrapport 2008 side 14 - 17

### 7.2.2. Air & Sea divisionen<sup>25</sup>

Denne division er specialiseret i transport af gods med enten fly eller skib. Dette indebærer både hele containere, konsolideret søfragt af stykgods, konsolideret luftfragt og direkte flytransport under hovedfragtbrev, til destinationer over hele verden.

Air & Sea Divisionen har i lighed med Road divisionen en flad struktur, hvor de enkelte landes direktioner er ansvarlige for udviklingen inden for de overordnede retningslinjer, der er fastsat af divisionens ledelse. Divisionens ledelse fokuserer meget på brugen af resultatmål Key Performance Indicators (KPI), for at måle udviklingen og resultaterne i divisionen i de enkelte lande. Divisionens ledelse er af den opfattelse, at denne strategi gør det muligt, at danne et grundlag hvorpå der kan træffes beslutninger, såfremt der ikke leves op til de fastlagte KPI-mål.

Air & Sea Divisionen tegnede sig i 2008 for 35,55 % af den samlede omsætning i DSV. Omsætningen er, i forhold til de to andre divisioner, ikke udelukkende baseret på Europa. Dette skyldes, at det brancheområde som divisionen opererer indenfor, kræver en mere global tilstedeværelse for at kunne tilbyde kunderne de optimale løsninger. Omsætningen kommer hovedsageligt fra USA, Skandinavien, Tyskland, Storbritannien, Sydeuropa og Østen.

Opkøbet af ABX LOGISTICS har næsten fordoblet divisionens størrelse og udbygget divisionens eksisterende transportnet, herunder givet divisionen en førende position i Italien og Spanien, hvor divisionens rentabilitet før ikke har været tilfredsstillende. Divisionens ledelse har forventninger om, at opkøbet af ABX LOGISTICS vil forbedre rentabiliteten i Italien og Spanien. Endvidere forventer divisionens ledelse, at sammenlægningen af de to koncerner og deres størrelser i fremtiden vil give adgang til nye markeder, samt at bedre kombinationer og større volumener vil skabe en kortere transporttid.

---

<sup>25</sup> DSVs Årsrapport 2008 side 18 - 21

---

### 7.2.3. Solutions divisionen<sup>26</sup>

Divisionens ydelser består af løsninger, der dækker hele forsyningskæden, lige fra design til fragtstyring, tolddeklarering, oplagring og distribution, ekstraydelser, informationsstyring og e-business support. Divisionen planlægger, håndterer transaktioner og fysiske flows i forsyningskæden inden for DSVs eget netværk. Divisionen tilbyder kunderne løsninger indenfor følgende branchekoncepter:

- Biler
- Komponenter og reservedele
- Elektronik og kommunikation
- Sundhed og sikkerhed
- Detail

Den nationale og lokale ledelse står for kundestyring, drift og administration. Alle lokationer er ansvarlige for eget budget og overvåges af den nationale og lokale ledelse. Divisionens centrale supportaktiviteter omfatter forretningsudvikling, projektledelse og -design, processtyring samt system og IT.

Divisionen tegnede sig i 2008 for 13,73 % af den samlede omsætning i DSV. Omsætningen vedrører kun Europa, hvor omsætningen hovedsagligt kommer fra Skandinavien, Benelux landene og Storbritannien.

Divisionen fokuserer på organisk vækst inden for de fem definerede brancher ovenfor. Divisionen er især afhængig af udviklingen i bilindustrien, da det er et af de branchekoncepter, som divisionen har størst fokus på.

---

<sup>26</sup> DSVs Årsrapport 2008 side 22 - 25

## 8. DSVs VISIONER OG STRATEGIER

I det følgende afsnit præsenteres DSVs visioner og strategier, hvilket har til formål at give en forståelse for de faktorer, som DSV selv vurderer, som værende værdidrivere i koncernen.

### 8.1. DSVs Visioner

Ledelsen ønsker at skabe værdi til deres aktionærer, hvilket primært gøres gennem vækst. Det er således ledelsens holdning, at koncernens frie cashflow skal bruges, i prioriteret rækkefølge, til: 1. Afdrag på gæld, 2. Virksomhedskøb, 3. Aktietilbagekøb og 4. Udbytte<sup>27</sup>.

Det er først og fremmest ledelsens holdning, at selskabet løbende skal konsolidere gennem organisk vækst og akkvisitioner, inden pengene bliver udloddet til aktionærerne.

For at DSV skal kunne fastholde deres mål om at skabe værdi, er det ledelsens vision at være blandt de største transportselskaber i Europa, som tilbyder dør til dør kvalitetsservice til deres kunder. Derfor er det vigtigt, at de fastholder og udbygger deres kunde- og samarbejdsrelationer, hvilket sker ved at levere kvalitetsydelser til koncernens kunder, samt være leverandørernes professionelle samarbejdspartner<sup>28</sup>.

DSV omstrukturerer løbende for at optimere deres organisation, hvilket er en nødvendighed, når der løbende foretages akkvisitioner af andre virksomheder.

### 8.2. DSVs strategier

DSV arbejder løbende med at strømline koncernen. Der arbejdes på tværs af de tre divisioner på at effektivisere og optimere arbejdsprocesserne. Her indgår i høj grad arbejdet med at integrere og ensrette de it-systemer, som koncernen anvender. F.eks. har koncernen blandt andet udviklet et web-baseret bookingsystem med ”track and trace”. Dette sikrer kunderne værdi gennem en mere simplificeret brugerflade, og det er samtidigt lettere at følge varerne.

---

<sup>27</sup> DSVs Årsrapport 2008, side 7

<sup>28</sup> DSVs Årsrapport 2008, side 6

I en kapitaltung industri, som transportbranchen, har DSV valgt at være fleksibel gennem outsourcing. Det er derfor koncernens mål, maksimalt, at producere 5 % af den omsatte volumen på eget materiel. Dette indebærer, at organisationen er hurtig til at omstille sig til nye markedsforhold, da koncernen ikke har store kapitalbindinger i driftsmateriel.

**Tabel 2: DSVs finansielle målsætning**

Finansielle målsætninger				
	DSV	ROAD	AIR & SEA	SOLUTIONS
Organisk omsætningsvækst	3 – 5 %	2 – 4 %	8 – 10 %	3 – 5 %
Resultat af primær drift	6 %	6 %	7 %	7 %
ROIC (incl. Goodwill og kunderelationer)	20 %	20 %	25 %	20 %

*Kilde: DSV A/S, Årsrapport 2008, side 7*

Det er DSVs strategi at vækste organisk, samt være opmærksom på opkøbsmuligheder indenfor branchen. Virksomhederne som DSV køber, er normalt mindre profitable end DSV, og opkøbene sker ud fra mulighederne for at opnå synergieffekt samt styrkelse af det strategiske netværk.

Når DSV opkøber en virksomhed, sker dette typisk gennem fremmed finansiering. Når en større virksomhed er opkøbt, følger en årrække med mindre opkøb og konsolidering. Dette sker for bedre at ruste virksomheden til fremtidige opkøbsmuligheder.

## 9. STRATEGISK ANALYSE

Hvorfor er den strategiske analyse vigtig for den senere værdiansættelse?

*“We must first understand companies as companies before we can meaningfully assess the market value of their shares in the stock market”*

Ovenstående citat er fra Hawkins (1986)<sup>29</sup> og understreger vigtigheden af, at kende virksomhedens finansielle såvel som ikke finansielle værdidrivere.

Den strategiske analyse anvendes til at identificere de væsentligste ikke finansielle værdidrivere. De ikke finansielle værdidrivere giver en indikation på, hvor virksomheden er på vej hen samt hvilke forhold, der kan have betydning for virksomheden i fremtiden. Dette muliggør en bedre prognose af den fremtidige indtjening for virksomheden<sup>30</sup>.

Den strategiske analyse danner sammen med regnskabsanalysen grundlag for udarbejdelsen af den senere prognose for den fremtidige indtjening i virksomheden.

Dette kapitel er delt op i tre underkapitler; en ekstern analyse, intern analyse, samt en SWOT-analyse, der anvendes til en opsummering af to analyser. Den eksterne analyse benyttes til at give et overblik over muligheder og trusler for DSV i markedet. Den interne analyse benyttes til at redegøre for styrker og svagheder, samt eventuelle risici, der er i branchen for virksomheden.

## 10. EKSTERN ANALYSE

### 10.1. Analyse på makroniveau med PEST-modellen

I omverdensanalysen af DSV, indgår de faktorer, der vurderes at have eller kan have betydning for DSV. Som følge af, at DSV er en international virksomhed, er omverdensanalysen afgrænset til de

---

<sup>29</sup> Elling, Jens O. mfl. ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side 18

<sup>30</sup> Elling, Jens O. mfl. ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side 66



markeder, hvorpå DSV opererer. Hovedfokus i analysen vil være på Europa, da hovedparten af virksomhedens omsætning genereres på dette marked.

### **10.1.1. Politik og lovgivning**

De politiske og lovgivningsmæssige faktorer analyseres sammen, da lovgivningen er styret af de politiske beslutninger i de enkelte lande og ikke mindst af EU.

#### **10.1.1.1. Lovgivningsfaktorer**

Der er flere steder i Europa igangsat forsøg med modulvogntog. Fordelen ved benyttelse af modulvogntog er størrelsen på et modulvogntog i forhold til en almindelig lastvogn, da modulvogntoget kan medbringe væsentlige større volumen i forhold til den normale lastvogn. EU-Kommissionen har fået udarbejdet en konsulentrapport indeholdende en analyse af fordelene og ulemperne ved modulvogntogene. Rapporten er overvejende positiv, men bl.a. Tyskland har indtil videre afvist brugen af modulvogntog på det tyske vejnet, der er et af knudepunkterne i det samlede Europæiske vejnet. Det er dog ikke utænkeligt, at den tyske regering ændrer holdning i fremtiden, såfremt de igangsatte forsøg i andre europæiske lande resulterer i positive konklusioner<sup>31</sup>.

Det Europæiske indre marked, der trådte i kraft tilbage i 1993, indebærer et indre fælles marked, hvor varer, tjenesteydelser, kapital og personer kan bevæge sig frit inden for det Europæiske Fællesskab. Endvidere er arbejdsmobiliteten en fordel, da virksomhederne i EU kan finde og ansætte kvalificeret arbejdskraft fra andre europæiske lande uden større komplikationer. EU arbejder fortsat for at forbedre og optimere fordelene ved det indre marked<sup>32</sup>.

En lang række europæiske storbyer har indført egne regler og afgifter for de større lastvognes færden i og omkring storbyerne. EU-Kommissionen offentliggjorde i september 2009 en handlingsplan for at harmonisere lovgivningen omkring lastvognes færden i EU. Dansk Transport og Logistik er af den opfattelse, at harmonisering af reglerne vil medføre fælles regler for miljøzoner og brug af partikelfiltre i storbyerne i fremtiden<sup>33</sup>.

---

<sup>31</sup> [http://dtl-dk.dk/Aktuel\\_politik/Modulvogntog.aspx](http://dtl-dk.dk/Aktuel_politik/Modulvogntog.aspx)

<sup>32</sup> [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/index:da.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/index:da.htm)

<sup>33</sup> [www. http://dtl-dk.dk/Nyheder/Nyhedsarkiv/2008/December/19-12-08EUs\\_klimamaal\\_en\\_stor\\_udfordring\\_for\\_dansk\\_transport.aspx](http://dtl-dk.dk/Nyheder/Nyhedsarkiv/2008/December/19-12-08EUs_klimamaal_en_stor_udfordring_for_dansk_transport.aspx)

EU's medlemslande blev i 2008 enige om, at CO<sub>2</sub>-udledningen fra transport, boliger og landbrug skal reduceres med 20 % i 2020 i forhold til udledningen i 2005. Endvidere vedtog EU-parlamentet, at transportsektorens forbrug af vedvarende energi i 2020 skal være på 10 %, og at biobrændstof skal tælle dobbelt i beregningen ved opnåelse af kvoten på 10 %. Transportbranchen bliver som følge af de skærpede krav på CO<sub>2</sub>-udledningen hårdere ramt i forhold til andre brancher<sup>34</sup>.

I EU er der en streng lovgivning omkring køre- og hviletidsbestemmelser. Ifølge reglerne må en chauffør maksimalt køre 9 timer dagligt, og efter hver 4,5 times kørsel skal chaufføren holde en sammenhængende pause på mindst 45 minutter<sup>35</sup>. Reglerne blev indført for at mindske risikoen for uheld, som følge af, at lastvogne ofte var involveret i et stort antal af trafikulykkerne på det europæiske vejnet<sup>36</sup>.

Konkurrencelovgivningen i EU indebærer, at store virksomheder skal have godkendelse fra EU-Kommissionen, før de kan fusionere. En sådan godkendelse har til formål, at forhindre store virksomheder i, at dominere markedet samt forhindre, at de udnytter deres position til, at pålægge de mindre virksomheder vilkår, der gør det svært for deres leverandører og kunder at handle med de store virksomheders konkurrenter<sup>37</sup>.

#### **10.1.1.2. Politiske faktorer**

I 2001 lancerede EU-Kommissionen ”Hvidbogen”<sup>38</sup> med titlen ”Europæisk transportpolitik frem til 2010”. Den indeholdte en række forslag, som har til mål at omstrukturere EUs transportpolitik, samt skabe et mere bæredygtigt og mindre forurenende og overbefolket transportsystem. EU-Kommissionen foreslog blandt andet at ændre beskatningen, så den afspejler transportens reelle udgifter i form af miljøskader, belastning på nettene og ulykker, samt gøre det europæiske transitsystem mere sikkert og effektivt.

---

<sup>34</sup> [http://dtl-dk.dk/Aktuel\\_politik/Klima.aspx](http://dtl-dk.dk/Aktuel_politik/Klima.aspx)

<sup>35</sup> [http://www.politi.dk/da/borgerservice/Fardsel/tunge\\_koeretoer/koere\\_hviletid\\_reglerne/](http://www.politi.dk/da/borgerservice/Fardsel/tunge_koeretoer/koere_hviletid_reglerne/)

<sup>36</sup> <http://www.fagligt.eu/arbejdsmarkedet/arbejdstid/koeretid.aspx?p=1>

<sup>37</sup> [http://www.europa.eu/pol/comp/index\\_da.htm](http://www.europa.eu/pol/comp/index_da.htm)

<sup>38</sup> [http://europa.eu/legislation\\_summaries/environment/tackling\\_climate\\_change/l24007\\_da.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/environment/tackling_climate_change/l24007_da.htm)

”Hvidbogen” resulterede i en række politiske initiativer, herunder:

- Opmuntring til liberalisering og harmonisering af de europæiske jernbanesystemer.
- Lanceringen af en plan, hvis mål var at få godstransporten væk fra de overbefolkede veje over til jernbane og transport ad vandvejen samt opstille retningslinjer for at oprette et trans europæisk netværk til havs.
- Indføring af afgift for tunge køretøjer, så disse betaler afgift af den reelle udgift til vejtransporten.

I 2006 fremlagde EU-Kommissionen en midtvejsvurdering af ”Hvidbogen”, som indeholdte en række interessante observationer, der medførte ny fokus på området.

For at finde den reelle transitudgift vil EU-Kommissionen inkludere udvidelser af infrastrukturen.

Det udgør en generel risiko for transportbranchen, at EU-Kommissionen fremover vil arbejde for at optimere og flytte godstransporten væk fra vejene. Risikoen for transportbranchen består i, at EU-Kommission med forskellige indgreb, kan påføre branchen yderligere omkostninger i form af afgifter, skatter eller teknologiske krav til systemer og materiel for at opfylde EU-Kommissionens målsætning.

I forbindelse med den finansielle krise har flere europæiske lande vedtaget redningspakker for den finansielle sektor og senere hen vækstpakker for at stimulere økonomien. Effekten af de vedtagne redningspakker og vækstpakker har været medvirkende årsag til, at verdensøkonomien er på vej ud af recessionen<sup>39</sup>.

### **10.1.2. Økonomiske faktorer**

Den økonomiske krise har medført en stor nedgang i produktionen for flere europæiske og internationale virksomheder. Nedgangen i produktionen har bl.a. været forårsaget af forbrugstilbageholdenhed og erhvervslivets tilbageholdenhed med nye investeringsaktiviteter. Denne nedgang har ligeledes påvirket den internationale transportbranche. For eksempel er

---

<sup>39</sup> Økonomisk Perspektiv, september 2009, side 4

søfragten mellem EU og Asien faldet med ca. 20 % i 2009 og mellem USA og EU er søfragten faldet med ca. 22 %<sup>40</sup>.

Den intraeuropæiske fragt har ligeledes været ramt af tilbagegang som følge af den finansielle krise. En af DSVs største konkurrenter, det Schweizisk baserede Kuehne+Nagel Group, har i ”Road & Rail” divisionen i første halvår af 2009 oplevet et fald i volumen på 25 %. Dette skal ses i forhold til en generel nedgang i markedet på 29 %<sup>41</sup>. Kuehne+Nagel forventer ikke en væsentlig stigning i den globale økonomi og derfor heller ikke en stigning inden for transportbranchen.

Danske Bank nedjusterede vækstskønnet for Danmark for 2009 fra -3,5 % til -4,5 %, men forventer for 2010 en opjustering fra 0,8 % til 1,6 %<sup>42</sup>. For 2009 estimerede Nordea vækstskønnet til -3,0 % for Danmark, mens Euroområdet blev estimeret til -3,5 %<sup>43</sup>. I lighed med Danske Bank opjusterer Nordea forventningerne for 2010 med en stigning på 2,1 % for Euroområdet og 1,5 % for Danmark. På baggrund af ovenstående opjusteringer vurderer Nordea og Danske Bank, at økonomien for Danmark og Euroområdet er på vej ud af recessionen, og at der samlet set kan forventes en fremgang i væksten fremover<sup>44</sup>.

Figur 5 illustrerer realvæksten på de vigtigste markeder for DSV. De estimerede vækstrater for markederne, er relevante for at forstå de fremtidige vækstmuligheder.

---

<sup>40</sup> Global Logistics and Transportation Industry Outlook 2009, Frost & Sullivan, side 18

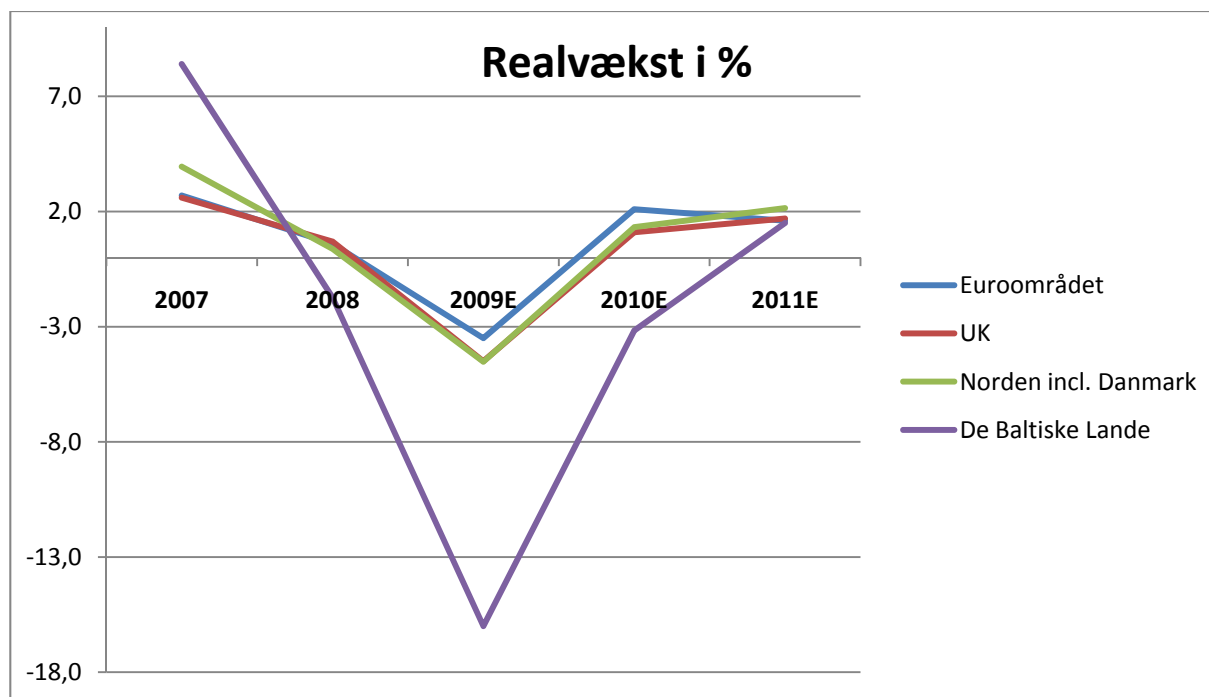
<sup>41</sup> Kuehne+Nagel Group, Half-year 2009 Results, offentliggjort 19. Juli 2009.

<sup>42</sup> ”Danske Bank ændrer vækstskøn”, Jyllandsposten d. 7. oktober 2009

<sup>43</sup> Økonomisk Perspektiv, september 2009, side 6

<sup>44</sup> Økonomisk Perspektiv, september 2009, side 4

**Figur 5: Realvækst i procent**



Kilde: Nordea Økonomisk Perspektiv, september 2009

De store fald, der ses i realvæksten, mellem 2008 og 2009, kommer af stop i samhandelen, samt en væsentlig reduktion i bestående varelagre. Nordea forventer, at samhandlen og produktionen vil stige i Euroområdet, grundet en stigende efterspørgsel, samt at de vedtagende hjælpepakker forventes, at stimulere væksten positivt. Vækstraten forventes dog, at være moderat i tiden fremover, da virksomhederne forsat er relativt passive omkring nye investeringstiltag.

Idet krisen har vist, at Europa er meget eksportfølsom, forventer Nordea, at vejen ud af krisen for det europæiske marked, der er DSVs vigtigste marked, er den intra- og intereuropæiske eksport<sup>45</sup>.

Nordea vurderer ydermere, at der er tegn på stabilitet i byggesektorerne, samt at der vil komme en stigning i investeringer i produktionsanlæg som følge af en stigende efterspørgsel. Samtidig ses der en overkapacitet på flere områder, hvilket bevirker, at den stigende efterspørgsel på nye maskiner og bygninger ikke nødvendigvis vil komme her og nu.

Den Europæiske Central Bank har undersøgt udlånspolitikker for de forskellige finansielle institutioner rundt omkring i Euroområdet, og her rapporteres der om en tendens til en stram kreditpolitik.

<sup>45</sup> Økonomisk Perspektiv, september 2009, side 19

På baggrund af ovenstående betragtninger vurderes det, at der vil være en vis tilbageholdenhed med større investeringer i de kommende år, hvorfor den forventede vækst formodes at blive moderat i Euroområdet.

Som følge af den økonomiske krise og dermed nedgangen i fragtvolumen, er der kommet en overkapacitet af materiel på markedet. Denne overkapacitet betyder samtidigt en nedgang i fragtraterne<sup>46</sup>.

På kort sigt, har den økonomiske situation medført et tab af volumen og indtjening for DSV, men det formodes, at den generelle vækst, der på nuværende tidspunkt forventes i Euroområdet, ligeledes vil påvirke DSV til en øget omsætning. Det kan konkluderes, at DSV er en konjunkturfølsom koncern og deres organiske vækst vil kunne sammenlignes med den realvækst, der ses på de markeder, hvorpå DSV opererer. Dertil kommer, at DSV outsourcer hovedparten af deres ydelser til underleverandører, hvilket indebærer, at DSV har lettere ved at tilpasse sig konjunkturmæssige udsving, da de grundet outsourcing ejer mindre materiel.

#### **10.1.2.1. Renteudviklingen**

Renten er i øjeblikket historisk lav, d. 14. januar 2010 var dag til dag renten 0,69 % i Euroområdet. Nordea nævner i deres markedsrapport<sup>47</sup>, at den lave rente, sammenholdt med en række tiltag i Euroområdet, betyder at der kan forventes en mindre vækst i produktionen. Dette bunder i særdeleshed i, at den lave rente understøtter en stigende investeringsvækst.

På nuværende tidspunkt har en række centralbanker hævet renten. Nordea vurderer dog ikke, at Euroområdet vil følge denne tendens før hen imod slutningen af 2010. Endvidere vurderes det, at den vanskelige økonomiske situation, som Grækenland befinder sig i, kan betyde, at den Europæiske Centralbank vil vente yderligere med at hæve renten i Euroområdet<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> Artikel epn.dk ”DSV tilfreds med tilbagegang”, d. 4/3-2010

<sup>47</sup> Økonomisk perspektiv, januar 2010, side 4

<sup>48</sup> Artikel epn.dk ”ECB-medlem – renten vil forblive lav et stykke tid”, 15. februar 2010

---

Det lave renteniveau forventes først, at ændre sig når det økonomiske opsving i Euroområdet er mere konstant. Det lavere renteniveau indebærer dog ikke, at virksomheder kan låne til en lignende lav rente, da rentemarginalerne hos bankerne er højere end før den finansielle krise<sup>49</sup>.

### **10.1.3. Sociale og kulturelle forhold**

Som tidligere nævnt har forbrugere og virksomheder nedsat deres forbrug og investeringslyst væsentligt under den finansielle krise. Dette har medført en lavere fragtvolumen i transportsektoren, da sektoren påvirkes kraftigt af forbrugsvaner og virksomheders investeringslyst.

Et andet og nyere aspekt af de sociokulturelle forhold er større miljøbevidsthed hos forbruger og virksomheder. Mens forbruget af energi har været stigende gennem de senere år, så er befolkningen i den vestlige verden blevet mere miljøbeviste omkring deres forbrug. Derfor har flere store virksomheder implementeret social- og miljømæssig ansvarlighed som en del af deres strategi. Det indebærer også, at virksomhederne stiller nye krav til deres underleverandører, således at underleverandørerne skal opfylde de skærpede krav for at kunne fortsætte samarbejdet med virksomhederne.

På den baggrund vurderes det, at den miljørigtige tankegang vinder indpas i hele den industrialiserede verden. Det er derfor vigtigt, at DSV forsætter deres politik, om at de og deres underleverandører skal gøre, hvad de kan, for at være at være miljørigtige.

### **10.1.4. Teknologi og miljø**

Transportbranchen er præget af, at producenterne af materiellet hele tiden udvikler det, for at skabe nye innovative og miljøforbedrede produkter. På grund af den tidligere omtalte interesse for fremtidens klimaudfordringer, er der hele tiden nye teknologiske udviklingsprojekter i gang på dette område.

Transportsektoren skaber en lang række miljømæssige problemer. Udstødningssasser og støjgener er bare to af problemerne ved transport. Institut for Fremtidsforskning har i deres rapport om fremtidens godstransport fra 2002, beregnet at de miljømæssige omkostninger ved flytransport,

---

<sup>49</sup> Artikel epn.dk ”ECB-chef: Renten er passende”, 6. August 2009

frem for godstransport ad vandvejen, er mere end 10 gange så stort<sup>50</sup>. På samme måde er vejtransport ca. 4 gange så forurenende som jernbanetransport. Som skrevet i afsnit 9.1.1.1.2. er der fra EUs side et ønske om, at udnytte den mere miljørigtige transport, som jernbaner og søtransport.

Som tidligere nævnt i denne analyse, kræver forbrugerne i den industrialiserede verden mere miljøbevidsthed fra producenterne. Dette betyder naturligvis også, at denne miljøbevidsthed skal gøre sig gældende for de underleverandører, som de store producenter benytter sig af. Heriblandt virksomhederne i transportbranchen som DSV.

DSV anerkender selv, at branchen har et problem:

*”Så længe drivmidlerne til transport er baseret på ikke fornybare ressourcer, vil transportbranchens aktiviteter udgøre en belastning for miljøet.”<sup>51</sup>*

Anerkendelsen af problemet betyder ligeledes, at DSV er bekendt med de problemer, der eksisterer og samtidigt påtager sig et ansvar for at mindske påvirkningen. DSV arbejder derfor bevidst for at nedbringe den miljøbelastning, der er indenfor de miljøpåvirkede aktivitetsområder. Det betyder, at der løbende er skærpede krav til koncernens underleverandører inden for de tre divisionsområder.

DSV stiller krav om, at leverandører anvender det nyeste materiel, samt vælger alternative fragtruter, såfremt dette er mindre miljøbelastende.

### **10.1.5. Delkonklusion på PEST-analysen**

Som konklusion på ovenstående analyse, kan det konkluderes, at DSVs fremtidige indtjening med stor sandsynlighed vil være påvirket af konjunkturerne på markedet. DSVs vækst er i høj grad afhængig af væksten i forbruget, da dette hænger nøje sammen med import/eksport samt transport af varer. Nedenfor er de faktorer, som har eller kan have indflydelse på DSV og deres branche, listet op.

---

<sup>50</sup> Institut for Fremtidforskning, ”Fremtidens godstransport”, september 2002

<sup>51</sup> DSV Årsrapport 2008, side 30



---

**P** – Politiske og lovgivningsmæssige faktorer

Flytning af fragt fra veje til andre og mere miljøvenlige transportformer

Tilladelse til brug af modulvogntog i Europa

Større afgifter

Økonomiske hjælpepakker fra regeringer til erhvervslivet

Skærpelse af krav til CO<sub>2</sub> udledning

**E** – Økonomiske faktorer

Udsving i konjunkturer, som forbrug og vækst

Udsving i valutakurser

Udvikling i renterne

**S** – Sociokulturelle faktorer

Miljøkrav fra kunder og forbrugere

Forbrugsmønstre

**T** – Teknologiske og miljømæssige faktorer

Brug af mindre miljøbelastende transportformer

Miljøkorrekt materiel

Ud fra ovenstående faktorer kan det konkluderes, at DSVs fremtidige indtjening i høj grad vil være påvirket af, hvordan det vælges, at imødekomme de væsentlige ændringer fra de politiske, økonomiske og teknologiske faktorer. Disse faktorer kræver, at DSV har en organisation, som hurtigt kan omstille sig til de gældende politiske og økonomiske tider. Endvidere skal DSV formå, at tænke i alternative transportmuligheder og ruter.

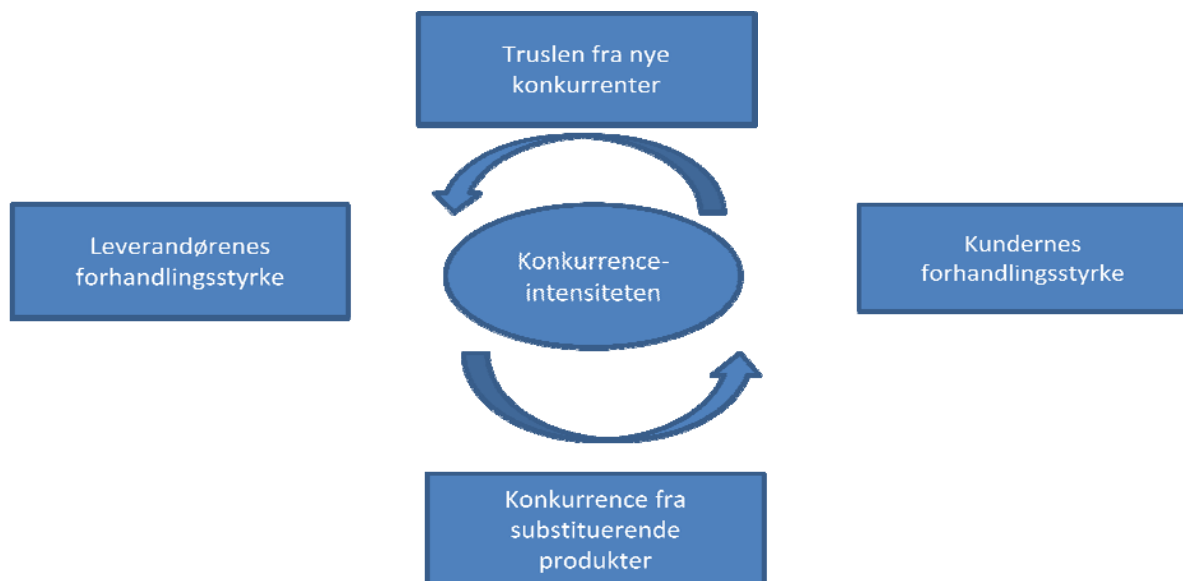
## 10.2. Brancheniveau analyse – Porters Five Forces

Michael Porter's model Porters Five Forces anvendes til analyse af indtjeningspotentialet i branchen. Ifølge Porter afhænger indtjeningspotentialet i en branche af følgende fem drivkræfter:

- Konkurrencen mellem allerede eksisterende udbydere
- Truslen fra potentielle konkurrenter
- Konkurrence fra substituerende produkter
- Kundernes forhandlingsstyrke
- Leverandørernes forhandlingsstyrke.

Ovenstående kan illustreres ved hjælp af figur 6 herunder.

**Figur 6: Porters Five Forces**



Kilde: Porters Five Forces<sup>52</sup>, samt egen tilvirkning.

Målet med analysen er, at vurdere om markedet er profitabelt, således at det med rimelighed kan antages, at aktørerne på markedet kan opnå et tilfredsstillende finansielt resultat.

Hvis profitabiliteten i branchen derimod vurderes at være lav, vil det være svært at opnå gode finansielle resultater. Analysen kan anvendes på branchen som helhed eller på de enkelte divisioner.

---

<sup>52</sup> Elling, Jens O. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", side 73

---

I denne analyse er det vurderet mest hensigtsmæssigt, at se på branchen som en helhed. Der er dog specificeret ned på divisionsniveau, hvor det findes relevant.

### **10.2.1. Konkurrenceintensiteten mellem allerede eksisterende udbydere og truslen fra potentielle konkurrenter**

I denne del af analysen er det valgt at analysere de to områder ”konkurrenceintensiteten mellem allerede eksisterende udbydere” og ”truslen fra potentielle konkurrenter” sammen. Dette er gjort, da disse områder ses som en naturlig del af hinanden.

Konkurrenceintensiteten mellem udbydere i transportbranchen er påvirket af flere forskellige faktorer, herunder konkurrenter, størrelsen på disse samt udbuddet af ydelser.

Når truslen fra nye potentielle konkurrenter skal vurderes, er det vigtigt at se på adgangsbarrierer. Gode indtjeningsmuligheder forudsætter normalt høje adgangsbarrierer

Den globale transport har udviklet sig væsentligt over de seneste årtier. For eksempel har ton pr. kilometer, som er blevet transporteret på vej, steget fra i 1970 at udgøre 488 milliarder til i 2001 at udgøre 1.395 milliarder<sup>53</sup>, altså en stigning til det tredobbelte. Generelt har der været store vækststigninger i branchen over de sidste mange år. Dette har især været drevet af stigningen i den internationale samhandel. Væksten i samhandlen har betydet mere forretning i transportsektoren.

#### **10.2.1.1. Air & Sea divisionen**

Konkurrenceintensiteten inden for området Air & Sea er høj, grundet mange udbydere på markedet og DSV er en af de ”små” aktører på markedet. Inden købet af ABX LOGISTICS, udgjorde DSVs markedsandel kun en lille andel af det samlede marked, mens DSV efter opkøbet er blandt de 10 største på speditørmarkedet for søfragt. Opkøbet betød, at omsætningen i DSVs Air & Sea division steg med 124 % mellem 4. kvartal 2007 og 3. kvartal 2008<sup>54</sup>.

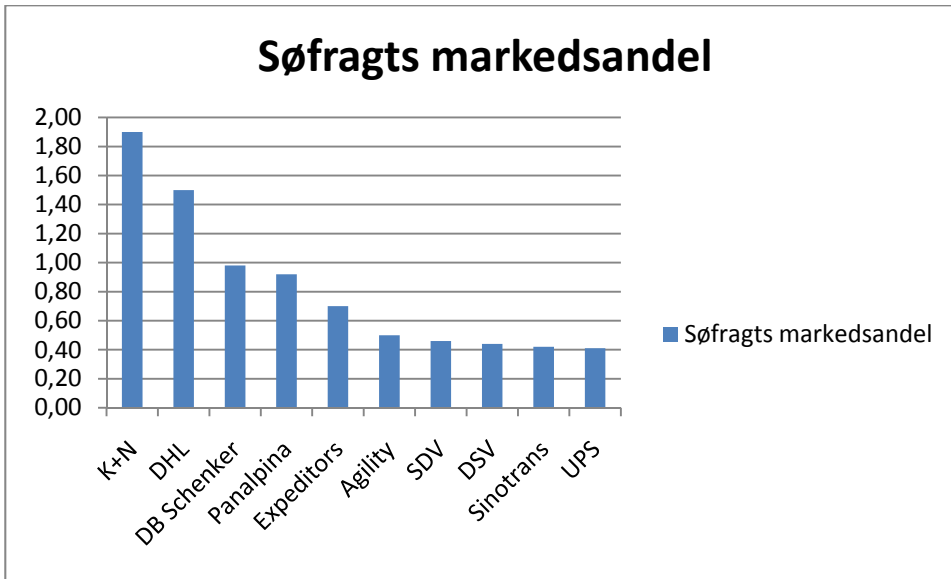
---

<sup>53</sup> Graham, May “Transport in Europe: Where are we going?”, side 1

<sup>54</sup> ING Wholesale Banking, Initiating coverage DSV

Verdensmarkedet for søfragt består af mange udbydere, hvorfor det ikke er store markedsandele som de hver især besidder. I figur 7 ses de ti største speditører på verdensmarkedet inden for søfragt. Det ses ligeledes, at det er små marginaler, der udgør forskellen mellem hovedparten af speditørerne.

**Figur 7: Søfragt**

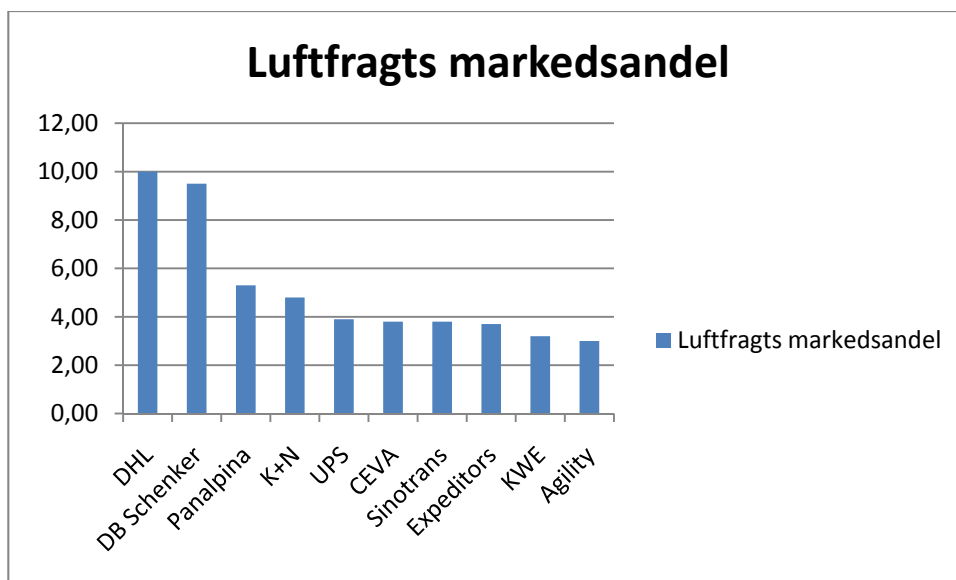


Kilde: Kuehne + Nagel, Investor Report 2009

De fleste større speditører er både indenfor Air & Sea. Der er dog enkelte, som kun opererer inden for et af områderne.

I figur 8 ses de ti største speditører indenfor luftfragt. Her er markedet præget af store virksomheder, der tilsammen sidder på ca. 50 % af verdensmarkedet. Ydermere ses det, at DSV ikke er blandt de ti største aktører på markedet.

**Figur 8: Luftfragt**



Kilde: Kuehne + Nagel, Investor Report 2009

Air & Sea branchen er relativt let at operere på, idet virksomhederne som oftest ikke selv ejer materiellet, men derimod lejer sig ind hos udbydere som f.eks. luftfartsselskaberne og rederierne. Blandt de faktorer, der påvirker speditorsvirksomhedernes indtjeningsevne, kan nævnes:

- Størrelse, så er der kan opnås rabatter
- Stort internationalt netværk
- Adgang til niche markeder

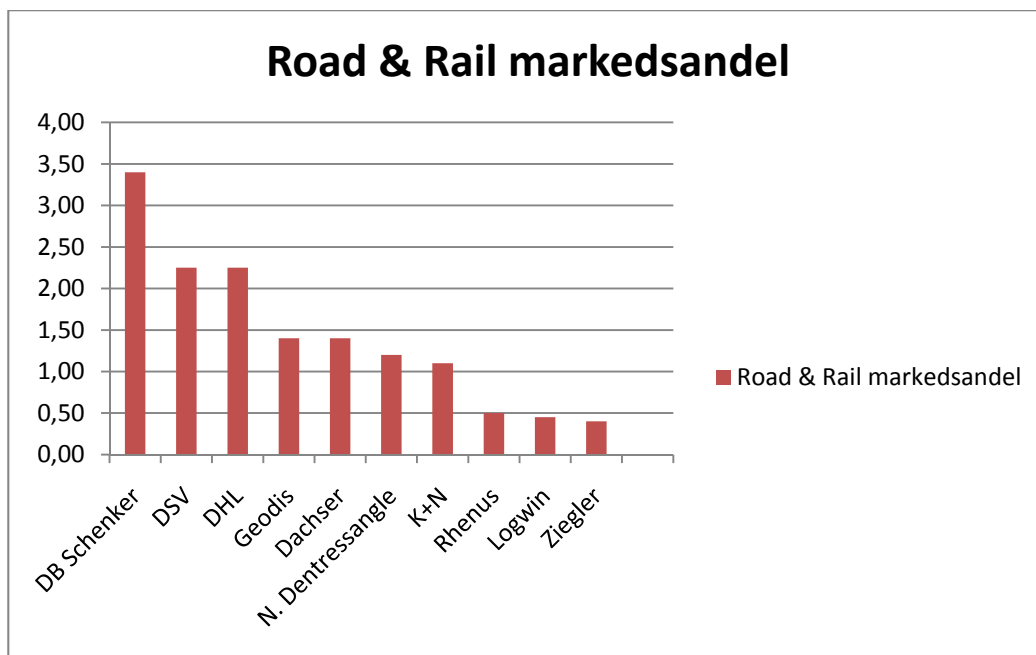
Disse faktorer har som regel en positiv effekt på indtjeningsmarginerne, hvorfor det er vigtigt for virksomhederne at vokse sig større evt. gennem opkøb og samtidigt udvide deres globale netværk.

### 10.2.1.2. Road divisionen

Road divisionen er DSVs største division og mere end 50 % af omsætningen generes i denne division. Grundet hård konkurrence på dette område, skaber divisionen dog ikke 50 % af indtægterne i DSV.

I figur 9 ses de ti største speditører indenfor den europæiske Road & Rail transportbranche. Som det ses, er DSV en af de førende virksomheder på markedet. Ligesom i Air & Sea divisionen er branchen præget af mange udbydere, hvorfor der er hård konkurrence om at tiltrække kunderne.

**Figur 9: Veje og Jernbaner**



Kilde: Kuehne + Nagel, Investor Report 2009

DSV har i deres halvårsrapport for 2009, noteret en nedgang i omsætningen i denne division på godt 10 % i forhold til samme periode sidste år. Modsætningsvis har Kuehne+Nagel noteret et tab på 25 % for samme periode. Analytikere mener, at dette skyldes DSVs forankring i det Nordeuropæiske marked<sup>55</sup>, som ikke er nær så hårdt ramt som resten af det europæiske marked.

### 10.2.1.3. Solutions divisionen

Dette område er primært kommet til DSV gennem opkøb. Branchen er opstået som følge af, at virksomheder i dag har en større tendens til at outsource områder af forsyningskæden. Branchepotentialet er således afhængig af virksomhedernes fortsatte ønske om at outsource deres forsyningskæde.

Kuehne+Nagel oplyser i deres markedspræsentation, at de vurderer, at det samlede europæiske marked inden for warehousing/Solutions udgør mere end 220 milliarder EUR årligt. Med en årlig

<sup>55</sup> Nordea Equity research "DSV, august 2009"

---

omsætning på ca. 6 milliarder DKK, svarende til en markedsandel på 0,35 %, er DSV en lille aktør på dette marked<sup>56</sup>.

Blandt DSVs største konkurrenter er DHL som besidder 6 % af markedsandelen, som CEVA har 1,6 % af markedsandelen samt Kuehne+Nagel, der besidder 1,5 % af markedsandelen<sup>57</sup>.

Branchen har forholdsvis høje adgangsbarrierer, da der kræves omfattende logistiksystemer samt passende lagerbygninger med tilhørende driftsmateriel. Grundet den nuværende markedssituation, har de forskellige konkurrenter meldt ud, at indtjeningsmarginerne er faldet, samt at der er stigende volumenkapacitet. Når økonomien vender, kan den stigende volumenkapacitet være en fordel, såfremt flere virksomheder vurderer, at det kan svare sig at outsource hele eller dele af deres lagerfunktioner til eksterne leverandører.

### **10.2.2. Sammenfatning af konkurrenceintensitet og adgangsbarriere**

På baggrund af ovenstående vurderes det, at der er hård konkurrence blandt de internationale virksomheder. Branchen er præget af mange aktører og lave indtjeningsmarginer, holdt op imod den omsatte volumen. Grundet globaliseringen har der dog samtidig været en stor vækst i transporten over de sidste mange år.

Som tidligere nævnt har solutionsområdet de største adgangsbarrierer, da der kræves omfattende investeringer. Omvendt har de to andre Air & Sea samt vejfragt ikke tilsvarende dyre adgangsbarrierer, men til gengæld kræves der et stort know-how i form af personel og netværk for at operere succesfuldt på markederne.

Fælles for alle områderne er, at der kræves effektive IT- styringssystemer for at kunne operere optimalt, hvilket er omkostningstungt, men påkrævet for at kunne tilbyde et godt produkt til virksomhedernes kunder.

---

<sup>56</sup> Kuehne + Nagel, ”Investor Report, slide 73” september 2009

<sup>57</sup> Kuehne + Nagel, ”Investor Report, slide 75” september 2009

### 10.2.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke

Styrkeforholdet til leverandører kan have en væsentlig indflydelse på virksomhedens indtjeningsevne. Afhængighed til én eller få leverandører, kan udgøre en risiko for, at en virksomhed bliver presset på indtjeningen. Det er på den baggrund vigtigt for en virksomhed, at formindske afhængigheden af leverandørerne betragteligt og sprede virksomhedens risiko ud på flere leverandører.

På markedet for vejtransport er der et stort udbud af underleverandører. Som eksempel herpå var der i Danmark, ifølge tal fra færdselsstyrelsen, i 4. Kvartal 2007 6.332 vognmænd, som tilsammen rådede over 29.478 lastbiler<sup>58</sup>. DSV har som følge af deres størrelse indenfor vejtransport, og de mange mindre underleverandører, mulighed for presse deres underleverandører på prisen, hvorfor deres forhandlingsstyrke indenfor vejtransport vurderes at være god.

Air & Sea markedet er i højere grad præget af færre og større leverandører. Leverandører indenfor søfragt udgøres af virksomheder som f.eks. Maersk Line, Hapag-Lloyd, CMA CGM samt en række mindre containerrederier. Rederierne har i lighed med DSV været ramt af den finansielle krise, hvilket har medført overkapacitet og lave fragtrater<sup>59</sup>, hvilket kan medføre fordele for virksomheder som DSV her og nu. Men da det økonomiske billede er ved at ændre sig, forventes markedet for containerrederier at stabiliseres i fremtiden, hvilket kan forværre DSVs forhandlingsposition i forhold til nu. Leverandører indenfor luftfragt udgøres af virksomheder som Lufthansa, KLM, SAS, DHL og lignende virksomheder, som har været hårdt ramt af den finansielle krise. Disse forventes i lighed med rederierne, at have en forbedret forhandlingsposition i fremtiden.

Solutionsområdet adskiller sig fra de andre markeder, da leverandørerne udgøres af udlejere af lagerbygninger samt leverandører af materiel til gennemførelse af driften. Indgåede lejeaftaler afhænger ofte af det lokale marked, længden på kontrakten samt tidspunktet for indgåelse af kontrakten. Materiel til driften afhænger af hvilken type af materiel, der skal indkøbes, samt hvorvidt det er nødvendigt at investere eller lease det pågældende materiel. Overordnet set vurderes leverandørernes samlede forhandlingsstyrke til moderat.

---

<sup>58</sup> [http://www.dtl.eu/Om\\_DTL/Info\\_om\\_branchen.aspx](http://www.dtl.eu/Om_DTL/Info_om_branchen.aspx)

<sup>59</sup> Artikel Business.dk ”Blodbad blandt containerrederier” 6. oktober 2009



#### **10.2.4. Sammenfatning af leverandørernes forhandlingsstyrke**

Leverandørernes forhandlingsstyrke er forskellig i forhold til hvilken division i DSV, de vedrører. Road divisionen har på baggrund af mange udbydere en bedre forhandlingsstyrke sammenlignet med Air & Sea divisionen, hvor der er færre og større udbydere. Solutions divisionen adskiller sig fra de øvrige divisioner, da typen af leverandører er anderledes, og forhandlingsstyrken kan afhænge af lokale markeder og tidspunkter for indgåelser af aftaler.

#### **10.2.5. Kundernes forhandlingsstyrke**

Kundernes forhandlingsstyrke kan have væsentlig indflydelse på virksomhedens indtjeningsevne.

Et vigtigt kriterium ved valg af udbyder for logistikkunderne er pris. Det er afgørende for dem, at den ydelse de køber, af speditionsselskaberne, er lav. Men faktorer som fleksibilitet, troværdighed og stabilitet udgør ligeledes vigtige faktorer for kunderne ved valg af speditør<sup>60</sup>.

Transportbranchens kundesegment er forholdsvis bredt fra multinationale virksomheder til små virksomheder og private. Afhængighed til de enkelte kunder er som følge heraf lille, og kundernes forhandlingsstyrke afhænger meget af deres størrelse og behov for transportydelser.

Prisen på logistikydelser er afgørende for valget af speditør fra kundernes side, men faktorer som fleksibilitet, troværdighed og stabilitet er ligeledes vigtige faktorer. Forhandlingsstyrken afhænger af de enkelte kunder, hvor størrelse og behov for transportydelser for kundernes side er afgørende for deres forhandlingsstyrke.

#### **10.2.6. Sammenfatning af kundernes forhandlingsstyrke**

Prisen på logistikydelsen er meget vigtig for kunderne, da det er afgørende, at prisen er så lav som mulig. Samtidig er overgangen til totale transport- og logistikydelser ensbetydende med, at andre faktorer som fleksibilitet og stabilitet spiller ind. Jo større kunder, desto bedre forhandlingsgrundlag er der for, at presse udbyderne.

---

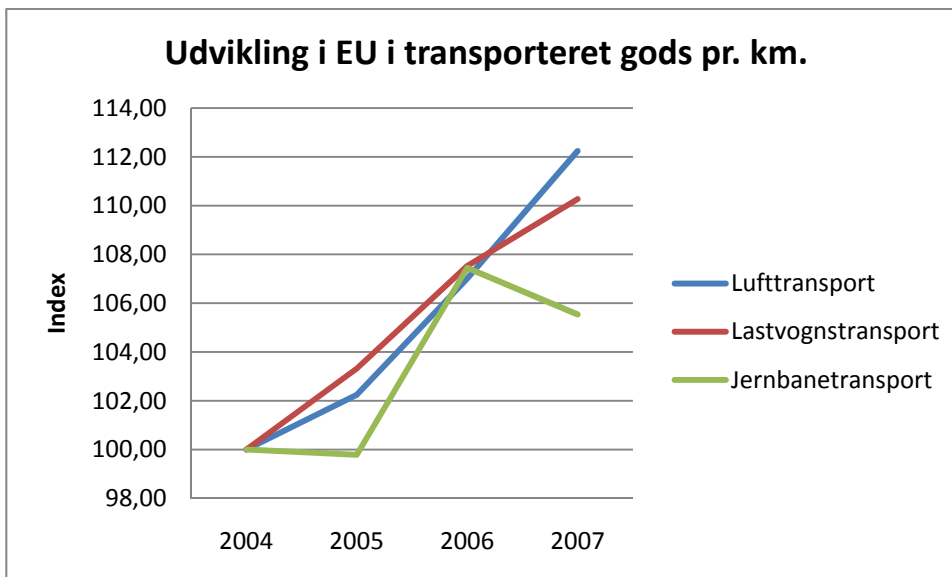
<sup>60</sup> DTL (Dansk Transport og Logistik), Konjunkturundersøgelse af vognmandserhvervet i Danmark 2007

### 10.2.7. Konkurrence fra substituerende produkter

I transport- og logistikbranchen er konkurrencen fra substituerende produkter lav. Alle forskellige former for transport, som er tilgængelig, bruges allerede af virksomhederne i branchen. Som nævnt i PEST – analysen, har der fra politisk side været stor fokus på, at flytte transport fra de meget miljøbelastende former, såsom vejr og lufttransport, til de mere miljørigtige områder som jernbane og søtransport.

På figur 10 herunder ses udviklingen i transporteret gods pr. km i EU

**Figur 10: Udvikling i godstransport i EU**



Kilde: Eurostats<sup>61</sup> og egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 12, er udviklingen for transport ikke forløbet, som politikerne har ønsket, da fragtmængderne for luft og vejtransport er steget, hvorimod jernbanetransporten er faldet. Skulle det politiske pres på transportbranchen stige for, at imødekomme den mere miljørigtige transport, så bør DSV overveje at følge dets konkurrenter<sup>62</sup>, som Panalpina Welttransport, Khune & Nagel og DHL, og benytte jernbaner i deres produktsammensætning.

<sup>61</sup> [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/transport/data/main\\_tables](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/transport/data/main_tables)

<sup>62</sup> [http://dsv.com/irj/servlet/prt/portal/prtroot/ExternalWebGui.IntegratedInternet?content=/documents/DSV\\_DFDS Transport/Integrated Internet/External Web Site Repository/COM/DK/Home/d07df32b-1d07-2810-9f99-8e1b049c63c4.xml](http://dsv.com/irj/servlet/prt/portal/prtroot/ExternalWebGui.IntegratedInternet?content=/documents/DSV_DFDS%20Transport/Integrated%20Internet/External%20Web%20Site%20Repository/COM/DK/Home/d07df32b-1d07-2810-9f99-8e1b049c63c4.xml)

### **10.2.8. Sammenfatning af konkurrence fra substituerende produkter**

Der er i transportbranchen ikke mange substituerende produkter. De fleste virksomheder i branchen bruger alle de tilgængelige transportmetoder, når de sammensætter deres produkter. DSV tilbyder dog ikke jernbanetransport, som en del af deres logistikløsning til deres kunder.

Selvom det endnu ikke er lykkedes for politikkerne at flytte transporten over på mindre miljøbelastende materiel, så kan det ske i fremtiden.

### **10.2.9. Delkonklusion på Porters branche analyse**

Ud fra analysen af branchens profitabilitet kan det konkluderes, at transport- og logistikbranchen er præget af en hård konkurrence virksomhederne imellem. Dette er en fordel for kunderne, da fragtraterne følger markedsprisen.

Branchen er kendetegnet af hård konkurrence mellem de eksisterende udbydere, og samtidigt er der lave adgangsbarrierer for transportdelen, men for Solutions divisionen er adgangsbarriererne større, da det kræver investeringer i driftsmateriel. Fælles for begge områder er nødvendigheden for ”know-how” i branchen og et udbygget strategisk netværk. Alle områderne har en lav indtjeningsmargin i forhold til den omsatte volumen.

Road divisionen har bedre mulighed for at forhandle med deres leverandører, i forhold til Air & Sea divisionen der har færre og større leverandører. Solutions divisionen adskiller sig fra de øvrige divisioner, da typen af leverandører er anderledes, og forhandlingsstyrken kan afhænge af lokale markeder.

Prisen for transport er en vigtig parameter for kunderne, dog er overgangen til totale logistikydelser ensbetydende med, at faktorer som fleksibilitet og stabilitet spiller ind. Jo større kunder desto bedre forhandlingsgrundlag.

Der er ikke mange substituerende produkter i transportbranchen, men DSV benytter sig, i modsætning til deres konkurrenter, ikke af jernbanetransport. Da flytning af gods fra vej til jernbane, som politikkerne ønsker, ikke er sket, kan det i fremtiden medføre en større fokus herpå.

## **11. INTERN ANALYSE**

For at få et indblik i hvorvidt det er muligt for DSV at skabe eller vedligeholde eksisterende konkurrencemæssige fordele, fokuseres der i dette afsnit på DSVs interne ressourcer og kompetencer. Endvidere undersøges det, hvorvidt selskabets struktur er hensigtsmæssig samt hvilke forretningsområder, der kan bidrage positivt til selskabets værdi.

Alle virksomheder besidder ressourcer og kompetencer i et vist omfang. Spørgsmålet er blot om virksomheden er i stand til at udnytte disse som værdidrivere, og derigennem opnå konkurrencemæssig fordele.

I den interne analyse gennemgås Porters konkurrencestrategier samt vækststrategier, gennemgået i bogen Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, der tager udgangspunkt i Anshoffs Vækstmatrice, for DSV. Dette gøres for at give et billede og forståelse for den strategi, som DSVs ledelse vælger for at synliggøre styrker og svagheder i koncernen.

Der findes en række andre analysemodeller, som kan bruges i den interne analyse. Det nærliggende for denne type analyse er, at bruge Porters værdikædeanalyse, som oprindeligt er designet til produktionsvirksomheder. Værdikædeanalysen tilpasses, så den kan anvendes på en servicevirksomhed som DSV.

Hovedformålet med den interne analyse er, at fokusere på de strategiske årsagsvirkningssammenhænge, som er væsentlige for DSVs værdiskabelse. Det vil give en indikation om, hvilke ikke finansielle værdidrivere, der skaber værdi for DSV.

### **11.1 Konkurrencestrategi**

I dette afsnit fokuseres der på DSVs konkurrencestrategi, da det er en vigtig parameter i forhold til hele selskabets værdiskabelse. Ifølge Porter er der 4 forskellige konkurrencestrategier, som en virksomhed skal følge for at opnå succes. Strategierne kan ses i figur 11.

**Figur 11: Porters Konkurrencestrategier**

		<b>Konkurrencefordel</b>	
		<i>Lave omkostninger</i>	<i>Differentiering</i>
<b>Konkurrencemæssigt sigte</b>	<i>Stor andel af totalmarked</i>	Omkostningsleder	Differentiering
	<i>Lille andel af total marked</i>	Omkostningsleder/fokus	Differentiering/fokus

Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", Elling og Sørensen, side 92

Grundet de mange konkurrenter forsøger DSV, at differentiere sig inden for transportmarkedet. I selskabets vision står der bl.a.:

*"DSV ønsker at skabe værdi til sine aktionærer og interessenter. Dette skal opnås ved at levere kvalitetsydelser til koncernens kunder<sup>63</sup>."*

Denne differentiering skal ske ved, at levere ydelser af en sådan kvalitet, at kunderne er villige til at betale mere for sammenlignet med en konkurrents ydelse. På trods af dette, er der flere ting, som peger på, at DSV følger en omkostningslederstrategi. Bl.a. er ydelser indenfor transport forholdsvis standardiserede, hvilket betyder, at efterspørgslen er forholdsvis prisfølsom, og markedsdeltagerne er pristagere frem for prissættere. Dermed er det afgørende, at være omkostningsbevidste for at opretholde en tilfredsstillende indtjeningsmarginal, hvilket DSV er bevidst om<sup>64</sup>. Denne omkostningsbevidsthed fremgår blandt andet ved, at DSVs konkurrencestrategi baserer sig på de strategiske netværk, som selskabet har opbygget<sup>65</sup>. Det vigtigste element i netværket er outsourcing af transportydelser til underleverandører, typisk vognmænd, rederier eller fragtselskaber. DSV kan dermed koncentrere sig om sin kernekompetence, som er den logistiske del af transportydelsen. Ved at benytte underleverandører, mindskes pengebindingerne i driftsmidler og materiel, hvilket muliggør, at DSV forholdsvis let kan tilpasse sin produktion i forhold til efterspørgslen.

<sup>63</sup> DSV Årsrapport 2008, side 6

<sup>64</sup> Artikel epn.dk "Aktier: C20 fremgangen fortsatte", 3. August 2009

<sup>65</sup> Artikel epn.dk "DSV klar til kapitalforhøjelse", 24. Marts 2009

DSVs opkøb af konkurrerende virksomheder fortæller ligeledes noget om deres konkurrencestrategi. Opkøbene foretages for at opnå større volumen, således der kan opnås mere fordelagtige aftaler med leverandørerne samt stordriftsfordele. Dette indebærer, at enhedsomkostningerne falder, og indtjeningsmarginalerne forbedres.

Ovenstående faktorer er kendetegnende for den omkostningslederstrategi, som DSV i høj grad baserer deres forretning på, men samtidig har DSV et ønske om at differentiere sig fra konkurrenterne, ved at levere kvalitetsydelser. Ønsket om at differentiere sig er nødvendigt, da virksomheder i dag i højere grad outsourcer deres logistikfunktion<sup>66</sup>, og skal vælge en fremtidig samarbejdspartner. Kvalitetsydelserne skal mere ses som et fremstød for at sikre, at der bliver leveret en tilfredsstillende ydelse, for i sidste ende er den afgørende faktor prisen.

## 11.2 Vækststrategier

Som tidligere beskrevet har DSV altid haft høj vækst, især på grund af opkøb. At selskabet i den grad har generet en høj vækst gennem de seneste år, gør analysearbejdet besværligt i forhold til, at analysere hvorvidt den valgte strategi skaber eller nedbryder værdi for aktionærerne. Elling og Sørensen inddeler vækststrategier i 3 kategorier<sup>67</sup>:

*Intensivering*, består i at udbygge sin position med udgangspunkt i eksisterende produkter og markeder.

*Diversifikation*, dvs. at virksomheden bevæger sig uden for sit nuværende markedsområde. Både hvad angår marked og produktudbud.

*Integration*, som består i vertikal og horisontal integration

DSV følger integrationsstrategien, hvor virksomheden skaber vækst gennem nye aktiviteter og øge sin konkurrenceevne via sit nuværende værdikædesystem. Gennem horisontal integration har DSV

---

<sup>66</sup> Artikel epn.dk ”Ny bølge af outsourcing” 14. marts 2008

<sup>67</sup> Elling, Jens O. mfl. ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side 98

tidligere forøget sin konkurrenceevne. Hvilket indebærer, at DSV har udvidet sine aktiviteter på samme niveau i værdikæden gennem opkøb af konkurrenter. Eksempler herpå er opkøb af DFDS Dan Transport, Frans Maas og ABX LOGISTICS.

Tabel 3, viser fordelingen af væksten gennem de sidste 5 år. Det fremgår tydeligt, at den primære vækst kommer fra opkøb af virksomheder. Men samtidigt har den organiske vækst ligget på et fornuftigt niveau, sammenlignet med realvæksten i perioden, jvf. afsnit 10.1.1.2. Omsætningsfremgangen i 2006 kommer fra opkøbet af Frans Maas. Købet af ABX LOGISTICS skete først i slutningen af 2008, hvorfor den fulde effekt af købet ikke er indregnet i omsætningen for 2008.

**Tabel 3: Fordeling af væksten i nettoomsætningen**

	2009*E	2008	2007	2006	2005	2004
Organisk vækst i % af omsætningen	-9,4 %	4,2 %	3,4 %	7,1 %	11,4 %	6,4 %
Køb og salg af virksomheder i % af omsætningen	28,6 %	5,1 %	6,3 %	31,4 %	15,0 %	-2,9 %
Valutakurs effekt i % af omsætningen	-1,6 %	-2,0 %	-0,6 %	0,3 %	0,8 %	-1,2 %
Årlig nettostigning i % af omsætningen	17,6 %	7,3 %	9,2 %	38,9 %	27,2 %	2,4 %

\*E – beregnet på baggrund af budget for 2009 fra Årsrapport 2008.

I forbindelse med opkøbet af ABX LOGISTICS offentliggjorde DSV i årsrapporten for 2008, i budgethovedtallene for 2009, den forventede effekt på nettoomsætningen. Effekten af opkøbet fremgår af tabel 4.

**Tabel 4: Forventet udvikling i nettoomsætning for 2009**

I milliarder kroner	2009E
Nettomomsætning 2008	37.435
Valutakurs effekt	-601
Køb og salg af virksomheder, netto	10.716
Vækst	-3.536
Nettoomsætning 2009	44.014

Kilde: DSV årsrapport 2008

Det ses tydeligt, at DSV forventede en markant stigning i omsætningen på baggrund af opkøbet. Grunden til den forventede negative organiske vækst var, at opkøbet ville medføre lukninger af kontorer i områder, hvor begge virksomheder var repræsenteret, samt at den finansielle krise ville have en betydning for omsætningen. DSV har i den seneste offentliggjorte kvartalsrapport nedjusteret forventningerne til nettoomsætningen til et sted mellem 36.000 – 36.500 mio. DKK.

De selskaber, som DSV vælger at opkøbe, har alle været selskaber, der har haft en lavere indtjeningsmarginal i forhold til DSV. Opkøbsstrategien<sup>68</sup>, som DSV har valgt, at ligge til grund for opkøbene, har været at vurdere markedsprisen tillagt den merpris, som DSV har betalt for aktierne, samt hvorvidt DSV var til stede på markederne i forvejen<sup>69</sup>. Sammenlignet med værdien af den opkøbte virksomhed tillagt de synergieffekter, der opnås med opkøbet. Ved synergieffekter menes der sammenlagt administration, højere effektivitet, mindre salgsstyrke og andre faktorer, der kan gøre sig gældende. Såfremt prisen for virksomheden er lavere end den tilkøbte værdi, så vil der skabes merværdi for DSVs aktionærer. Det kan diskuteres, hvorvidt den pris, der er betalt, for henholdsvis Frans Maas og ABX LOGISTICS, har været for høj. Opkøbene er gjort under højkonjunktoren, før den finansielle krise, hvilket kan være et udtryk for, at den merpris, som DSV har betalt for aktierne, har været for høj. Hvorvidt effekten af opkøbene har haft en negativ eller positiv påvirkning på DSV undersøges nærmere under rentabilitetsanalysen.

En grund til at DSV hovedsageligt har valgt at vækste gennem opkøb, er at virksomheden hurtigere bliver større sammenlignet med organisk vækst, samt den nytteværdi, der kan være i vidensdelingen mellem virksomhederne. Ulempen kan være vanskeligheder ved integrationen af virksomhederne, grundet f.eks. kulturforskelle fra den ene virksomhed til den anden. Endvidere kan større investeringer øge virksomhedens følsomhed overfor konjunktursvingninger.

På den baggrund vurderes det, at det er vigtigt for DSV at skabe vækst gennem horisontal integration, da det medfører øget salgsvolumen, samt stordriftsfordele og større forhandlingsstyrke over for underleverandørerne. Disse underleverandører er i de fleste tilfælde væsentlig mindre end DSV. Dermed er DSVs vækststrategi helt i tråd med selskabets konkurrencestrategi.

---

<sup>68</sup>Koller mfl., "Valuation", side 442

<sup>69</sup> Artikel epn.dk "DSV gasser op til globale opkøb", 10. november 2009



I forbindelse med DSVs opkøb er der risiko for, at sammenlægningen ikke går som planlagt og de synergieffekter, som DSV forventede i forbindelse med opkøbet ikke realiseres. DSV foretager hvert år mange mindre opkøb, og deres ”trackrecord” viser, at de er gode til, at realisere de ønskede synergier i forbindelse med opkøbende<sup>70</sup>.

Et eksempel på opkøb, hvor integrationen ikke er forløbet som planlagt for DSV, er på det tyske marked, hvor det har været vanskeligt at opnå den ønskede indtjening<sup>71</sup>. DSV har igennem de seneste år opkøbt ca. 15 transport- og speditivirksomheder. På grund af langsommelige forretningsgange i administrationselskaberne har det ikke været mulig for DSV, at modtage de nødvendige informationer til brug for deres økonomistyring<sup>72</sup>.

Det er nødvendigt for et selskab som DSV, at bibeholde omkostningerne på et fornuftigt niveau, da det gennem stram omkostningsstyring er muligt for DSV, i den branche de opererer i, at maksimere deres indtjening.

### **11.3. DSVs strategiske kompetencer og værdiskabelse**

I denne del af analysen, vurderes DSVs interne kompetencer. Disse kompetencer er vigtige, at vurdere med henblik på, at identificere de konkurrencemæssige fordele og aktionærværdien<sup>73</sup>, der skabes. Virksomhedens strategiske vigtige delprocesser beskrives for derigennem, at opnå en forståelse for deres indflydelse på værdiskabelsen i virksomheden.

---

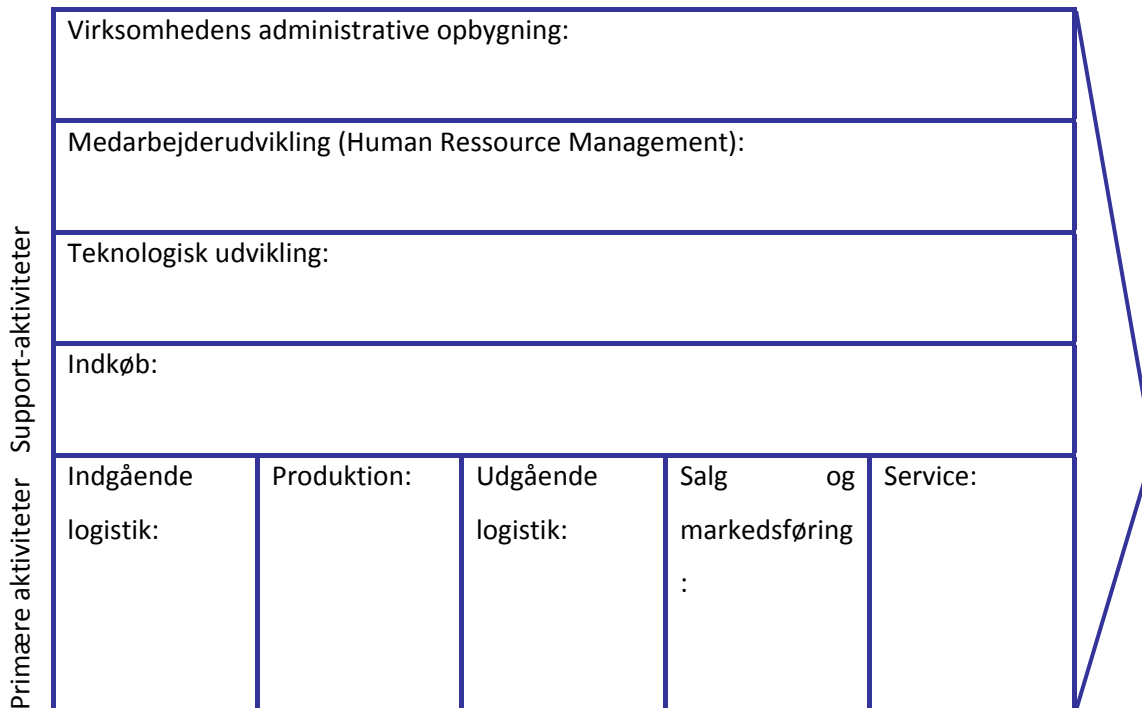
<sup>70</sup> Artikel epn.dk ”DSVs forretningsmodel har bevist sin styrke” – 5. Marts 2010

<sup>71</sup> Artikel epn.dk ”DSV kæmper hårdt i Tyskland”, 3. August 2009

<sup>72</sup> DSV moves, nr. 2 – Høj kvalitet – lave omkostninger side 16.

<sup>73</sup> Elling, Jens O. “Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side 79

**Figur 12: Porters værdikæde med støttefunktioner**



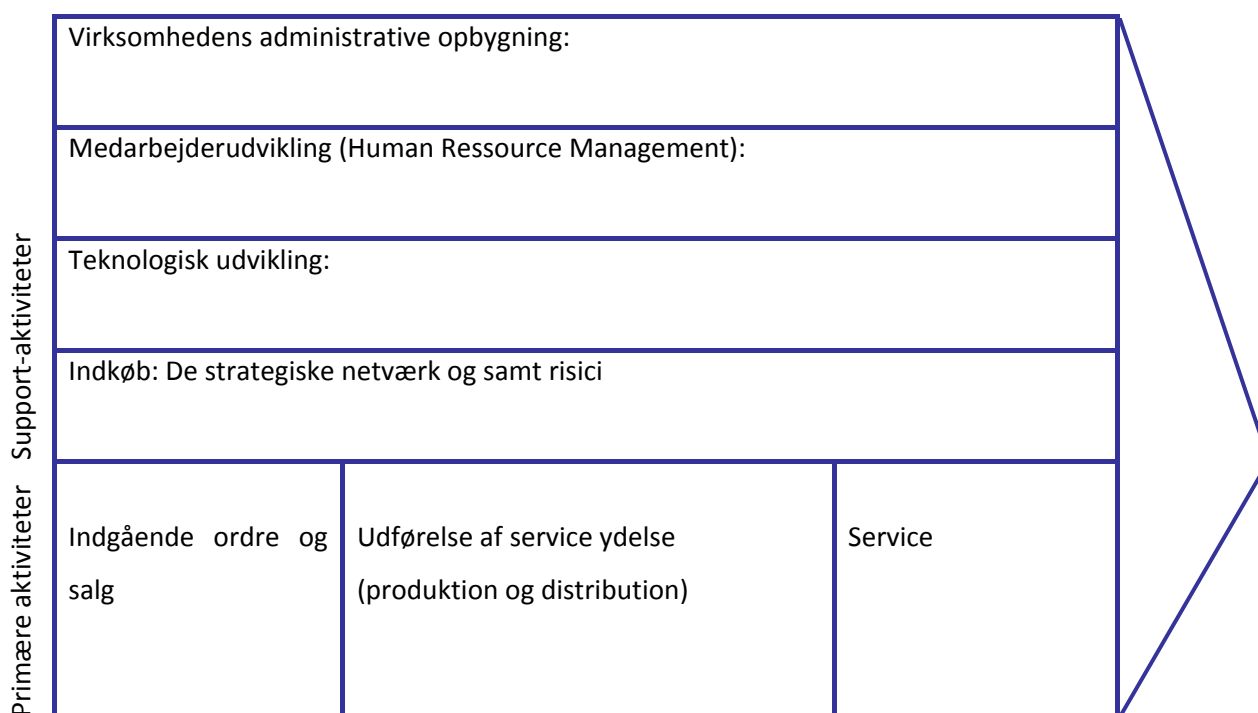
Kilde: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", Elling og Sørensen, side 79

Porters værdikæde, som ses i figur 12, tager som tidligere nævnt udgangspunkt i produktionsvirksomheder. Derfor er det nødvendigt at tilpasse værdikæden til en servicevirksomhed som DSV. Her sker produktion, markedsføring og distribution af serviceydelsen samtidigt i værdikæden.

Værdikæden opbygges, så den omfatter den række af værdiskabende aktiviteter, der findes i DSV. Da det er medarbejderne, der skaber produktet i en servicevirksomhed som DSV, udgør de en vigtig enhed i selskabet. Medarbejderen skaber produktet i dialog med kunden med opbakning fra støtteaktiviteterne.

I figur 13 er Porters værdikæde blevet tilpasset, så den passer til en servicevirksomhed som DSV.

**Figur 13: Tilpasset værdikæde analyse**



Kilde: Egen tilvirkning

Der vil kun inddrages faktorer som vurderes at have væsentlig økonomisk indflydelse på den senere budgettering og værdiansættelse af DSV.

### 11.3.1. Indgående ordre, salg og service

Denne funktion er vigtig, da det er her den organiske vækst skabes. For at forøge selskabets omsatte volumen skal der hele tiden arbejdes på at få nye forretninger til DSV. Virksomheden laver mange tiltag for at øge fokuset fra medarbejderne på det, at skaffe nye forretninger.

F.eks. har DSV i Sverige indført et bonusprogram, hvor ansatte, vognmænd, chauffører eller kunder kan optjene point. Disse point kan senere komme til udbetaling som gavekort til f.eks. rejser og lignende<sup>74</sup>. Denne bonusform overvejer DSV, at indføre i andre lande. Ifølge artiklen er de omkostninger, der har været i forbindelse med indførslen af programmet, væsentlig mindre i forhold til den øgede omsætning, som bonusprogrammet har medført.

<sup>74</sup> DSV Moves, nr. 2 2009, ”Get Custer”

Derudover har DSV indført et nyt salgsstyringssystem. DSV ønsker, at deres sælgere skal have mere fokus på, at sælge og ikke bare servicere deres kunder. Salgsværktøjet hedder Quality, direction, Quantity (QdQ)<sup>75</sup>, og her skal sælgerne rate nye potentielle kunder efter en række spørgsmål. Det giver kunden en samlet score, som er bedømt ud fra, hvorvidt det er en tilbagevendende kunde, hvordan betalingsbetingelserne er og om DSV selv er repræsenteret på slutdestinationen, således der også er en gevinst, at hente der. Alt i alt skal den potentielle kunde score et vist antal point, før sælgeren skal gå videre med sagen. Dette sker for at sikre en god indtjening og en god kunde fremover. Disse vurderinger foretages i den indledende fase, frem for at bruge energi og penge på en kunde, som ikke vil give en fornuftig indtjening fremover.

I hele salgs- og servicefunktionen, lægges der stor vægt på teknologiske hjælpemidler. Der er udviklet flere forskellige systemer, for at opnå mere gennemsigtighed i hele organisationen. DSV gør meget ud af brugervenlige IT-systemer, som fungerer på tværs af divisioner og landegrænser, samt gøre det lettere for sælgere og befragtere, at få de optimale informationer om de forskellige opgaver.

Der er indenfor salgs- og servicefunktionen fokus på medarbejdernes udvikling, og hver medarbejder bliver løbende målt. Dette sker for at optimere den tid, der bliver brugt på de enkelte opgaver.

Som i de andre dele af DSVs værdikæde er der i salgs- og servicefunktionen stor fokus på de omkostninger, der ligger for virksomheden. Som DSV skriver i deres virksomhedsblad Moves nr. 2, 2009:

*”Alle dine konkurrenter er tavse, fordi de holder igen med omkostningerne. Lad kunder, konkurrenter og medarbejdere vide, at du stadig er på banen og holder fanen og humøret højt og at du er klar til at leve op til alle kunders krav. Reklame er en mere omkostningseffektiv disciplin i modgang end i medgang.”*

---

<sup>75</sup> DSV Moves, nr. 2 2009, ”Nu skal der sælges – ikke bare serviceres”

---

Her mener DSV, at selvom det er krisetid, så skal virksomheden ikke glemme at gøre sine omgivelser opmærksom på virksomheden. Men stadig med måde og omkostningseffektivt.

Når alle disse faktorer sammenholdes med, at DSV er meget omkostningsbevidst og gør meget for at sætte fokus på effektivitet, ved blandt andet at indføre Lean<sup>76</sup>, vurderes det, at DSV er god til at holde styr på deres omkostninger.

Salgs- og servicefunktion er en vigtig del af virksomhedens samlede værdikæde. Det er her, de nye kontakter og den organisk vækst skabes. Der arbejdes for, at tænke nyt men samtidigt holde omkostningerne nede.

### **11.3.2. Udførelse af serviceydelse**

I dette led i værdikæden produceres serviceydelserne. I servicevirksomheder som DSV er medarbejderne det vigtigste led i værdikæden i forbindelse med gennemførelsen af serviceydelsen.

I flere af DSVs forretningsområder og koncernfunktioner er der en stor afhængighed af nøglemedarbejdere med særlige faglige kompetencer. DSV har som en servicevirksomhed, behov for at tiltrække og fastholde kvalificerede medarbejdere<sup>77</sup>.

### **11.3.3. Indkøb: Det strategiske netværk og risici**

I forbindelse med ”indkøb” til værdikæden menes, at ”indkøbene” er de strategiske netværker, som virksomheden indgår i. Her tænkes, deres samarbejde med kreditinstitutter, benzinselskaber, underleverandører og mange andre selskaber, som leverer varer og tjenesteydelser til DSV.

DSV indgår i de forskellige strategiske netværker for, at minimere deres risiko. Risiko kan defineres som kombinationen af sandsynligheden for, at en begivenhed indtræffer og de heraf afledte konsekvenser<sup>78</sup>. En virksomhed som DSV, kan blive påvirket af mange forskellige risici, bl.a. stigning i brændstofpriserne, strejkende medarbejdere, ændringer i valutakurser, debtors konkurs eller nedgang i markedet osv..

---

<sup>76</sup> DSV Moves, ”Best practice”, nr. 2 2009

<sup>77</sup> DSV Årsrapport 2008, side 26

<sup>78</sup> Petersen, Christian V. mfl. ”Regnskabsanalyse for beslutningstagere”, side 215

DSV har heller ikke store kunder, som de er afhængig af. Deres kunder er spredt ud på mange kunder, indenfor en række områder. Disse forhold sikre, at der er uafhængighed af både kunder og leverandører, som medfører, at DSV minimerer deres risici i markedet.

Overordnet kan alle disse risici opdeles i to kategorier, markedsrisikoen og den specifikke risiko<sup>79</sup>, som igen udgøres af driftsmæssige og finansielle risici. Markedsrisikoen kan beskrives som den risiko, der er afhængig af generelle ændringer på markedet, og dermed vil disse ændringer påføre samtlige aktører på det givne marked, den samme risiko. Den specifikke risiko er de faktorer, der kun påvirker den enkelte virksomhed men ikke nødvendigvis dens konkurrenter. Markedsrisikoen kan for en virksomhed være svær at håndtere, hvorimod den specifikke risiko i et vist omfang kan diversificeres bort<sup>80</sup>. Selvom den markedsmæssige risiko, såfremt risikoen indtræffer, kan påføre virksomheden tab, så er fordelene, at det samme hovedsagligt også gør sig gældende for konkurrenterne.

Desto mere en virksomhed diversificerer sig, jo lavere bliver den specifikke risiko. Trods muligheden for, at diversificere den specifikke risiko væk i et vist omfang, vil der altid være nogle virksomhedsspecifikke risici udover de markedsmæssige risici. Såfremt en virksomhed ønsker at opnå en øget indtjening, så må den også være villig til at påtage sig en vis risiko. Det er den daglige ledelse i virksomheden, som bestemmer, hvilken retning virksomheden skal udvikle sig i, herunder hvilke risikofyldte investeringer, der skal foretages for at skabe en merindtjening. Det er ejerne, som i DSVs tilfælde er aktionærerne, der betaler prisen for risikoen, såfremt den indtræffer.

DSV er eksponeret for markedsrisici i forbindelse med deres finansielle beholdninger, køb og salg af varer og tjenester i fremmed valuta samt investeringer i nye udenlandske selskaber og datterselskaber. Disse risici prøver DSV, at minimere ved hjælp af renteswaps, optagelse af lån i udenlandsk valuta, valutaterminsforretninger og valutaoptioner. Men der foreligger også en risiko for markedstilbagegang, som det ses i øjeblikket. Det er DSVs politik at leje frem for at eje. Det betyder, at de lynhurtigt kan omstille sig til den aktuelle markedssituation, således at kapaciteten

---

<sup>79</sup> Hansen, Erik ”Strategisk projektstyring”, side 128

<sup>80</sup> Hansen, Erik ”Strategisk projektstyring”, side 128-129

---

svarer til efterspørgslen<sup>81</sup>. DSV er et professionelt selskab, som løbende identificerer, overvåger og kontrollerer disse risici gennem politikker og procedurer, der er godkendt af ledelsen<sup>82</sup>.

#### **11.4. Delkonklusion på intern analyse**

Det er DSVs vision at skabe merværdi til deres aktionærer. Det gøres igennem følgende strategier.

Deres konkurrencestrategi er at differentiere sig i forhold til deres konkurrenter. Ved at øge deres volumenmæssige størrelse, samt have fokus på omkostningerne, forsøger DSV ligeledes at være omkostningsleder. DSVs størrelse gør det muligt for dem, at presse deres leverandører til lavere priser. Ligeledes forsøger DSV, at skabe værdi for deres kunder ved at tilbyde hele logistikydelse. Dette indebærer alt fra transport til lagerplads og omladning.

For at øge deres konkurrencemæssige fordele opkøber DSV virksomheder, der passer ind i deres eksisterende organisation. Opkøbene bestemmes ud fra, om DSV kan opnå synergieffekter ved, at integrere selskabet i deres organisation, samt om de opkøbte selskaber kan medføre nye muligheder for DSV, i form af nye markeder, eller forbedre tilstedeværelsen på allerede eksisterende markeder.

DSVs opkøb er tilrettelagt ud fra deres horisontale integrerende vækststrategi. Det indebærer køb inden for samme branche, hvilket bevirker, at DSV kan forbedre sin konkurrenceevne og udvide sine aktiviteter. Dette gøres for at øge omsætningsvolumen og derved skabe yderligere stordriftsfordele.

Der forsøges at skabe værdi gennem innovative løsninger i DSV. Virksomheden laver konkurrencer for deres ansatte, med det formål at skaffe nye kunder. DSV har udarbejdet og implementeret et ratingsystem, som gør det muligt, at vurdere potentielle kunder. Gennem disse tiltag forsøger DSV, at holde deres omkostninger på et absolut minimum.

---

<sup>81</sup> DSV Årsrapport 2008, side 26

<sup>82</sup> DSV Årsrapport 2008, side 27

DSV forsøger at minimere deres markedsrisiko ved, at outsource produktionen af transportydelse til underleverandører. Dette gøres for, at DSV bedre kan tilpasse sig den givne markedssituation.

DSV forsøger gennem renteswaps, valutaterminsforsretninger og valutaoptioner, at minimere deres risici ved deres finansielle beholdninger og tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser.

## **12. SWOT-analyse**

I SWOT-analysen opsummeres de forskellige konklusioner fra de ovenstående analyser. Konklusionen er en SWOT-analyse, som giver de rette perspektiver på virksomheden. Her tænkes på de interne styrker og svagheder, samt de eksterne muligheder og trusler.

### **12.1. Styrker**

Den helt centrale styrke i DSVs forretningsmodel bygger på politikken om at leje frem for at eje. Det indebærer, at DSV selv ejer så få aktiver som muligt. Styrken ved denne model er, at virksomheden har bedre forudsætninger for at opretholde sin overskudsgrad, også i tilfælde af en lavkonjunktur, som den nuværende markedssituation. Denne løsning sikrer en fleksibel omkostningsstruktur, der er baseret på variable omkostninger, som DSV løbende kan justere. Derved undgår DSV større kapitalbindinger i produktionsmateriel.

Det at DSV ikke er afhængig af få store kunder og få leverandører er ligeledes en styrke. Hos virksomheden er omsætningen fordelt på mange kunder, indenfor en lang række kundesegmenter. På samme måde er sammensætningen af leverandørerne med til at sikre, at DSV ikke bliver presset på priserne. Dette er en styrke, idet DSV ikke i så høj grad bliver påvirket af konjunkturer og markedsudsving inden for enkelte områder.

DSVs internationale netværk er en vigtig parameter, for såvel Road som Air & Sea, da det sikrer en mere effektiv udnyttelse af kapaciteten. DSV kan sikre en optimal udnyttelse af kapaciteten ved at være fysisk tilstede samt gennem samarbejdspartnere. DSV har med deres seneste opkøb styrket sit netværk i Europa.



## **12.2. Svagheder**

DSV har ikke transport af gods via jernbane som en del af deres ydelser. DSVs konkurrenter tilbyder i modsætning til DSV transport af gods via jernbaner, og det kan medføre en tabt merindtjening for DSV.

## **12.3. Muligheder**

Udsving i konjunkturer påvirker DSV væsentligt, hvorfor det er vigtigt, at den fremtidige udvikling i realvæksten er positiv. Økonomer har forventninger om, at udviklingen i den globale økonomi er positiv. Det vil for DSV indebære en stigning i deres omsætning, som følge af øgede transportmængder.

Muligheden for eventuel brug af modulvogntog i Europa i fremtiden, vil være vigtigt for DSV, da det kan medføre, at DSV kan opnå besparelser i forbindelse med transport af gods. Et modulvogntog har den fordel, at det kan medbringe væsentlig større volumen i forhold til en normal lastvogn.

En mulighed for DSV er en fortsat udvikling af deres Solutions division, da DSV kun har en lille andel af det samlede marked. Endvidere er Solutions division ikke, i lighed med de andre divisioner, repræsenteret på hovedparten af det europæiske marked, og har således mulighed for at udbygge deres position yderligere på markederne i Syd-, Central- og Østeuropa. Muligheden for at udbygge deres position på markederne, og tilbyde omfattende logistiske ydelser til kunder, med både transport og opbevaring, vil muligvis kunne medføre en højere indtjening for de andre divisioner i DSV.

## **12.4. Trusler**

Branchen som DSV opererer i er præget af hård konkurrence som følge af forholdsvis lave adgangsbarrierer. Den hårde konkurrence betyder lave indtjeningsmarginaler, hvorfor det er vigtigt for DSV at kunne omstille sig til de givne markedsforhold.

De indførte EU-regler om en fremtidig reduktion af CO<sub>2</sub>-udledningen fra transportsektoren på 20 % udgør en trussel for DSV, da det kan medføre yderligere omkostninger for DSV.

De europæiske politikeres ønske om at benytte flere miljørigtige transportformer kan udgøre en trussel for DSV. De europæiske miljø- og trafiktiltag har gjort, at der er et større politisk fokus på at flytte gods fra vej- og lufttransport til søtransport og jernbaner. DSV bruger ikke jernbaner i deres transportløsninger, og flytning af gods til jernbanetransport kan udgøre en trussel for DSV.

---

## 13. Regnskabsanalyse

I dette kapitel gennemgås DSVs finansielle historiske nøgletal med det formål, at vurdere DSVs historiske evne til at genere værdi til dets aktionærer. Den historiske performance i DSV er relevant, da denne giver en god indikation af udvikling, retning og hastighed i virksomhedens økonomiske udvikling, hvilket sammen med den strategiske analyse og DSVs strategi danner grundlag for de fremtidige forventninger, herunder den senere budgettering.

Udgangspunktet for regnskabsanalysen er årsrapporterne for perioden 2004-2008. DSVs større opkøb i perioden 2004-2008 kan have indflydelse på regnskabsanalysen, hvorfor det er relevant, at vurdere, i forbindelse med udførelsen af regnskabsanalysen, hvorvidt og i hvilket omfang opkøbene påvirker nøgletalsberegningerne i regnskabsanalysen.

Inden der foretages en regnskabsanalyse er det hensigtsmæssigt at gennemgå årsrapporterne med henblik på, at vurdere hvorvidt informationerne i årsrapporten er relevante og pålidelige. Denne vurdering bør tage udgangspunkt i revisionspåtegningen samt den anvendte regnskabspraksis. Disse vurderinger skal fastslå, om det kan være nødvendigt at foretage korrektioner til DSVs aflagte årsrapporter. Korrektioner foretages dog kun, såfremt korrektionerne vurderes at have væsentlig indflydelse på de historiske nøgletal. Relevante korrektioner kan være afledt af ændringer af anvendt regnskabspraksis, eller en modificeret revisionspåtegning vedrørende uenighed med ledelsen omkring regnskabsmæssige skøn af en væsentlig post i regnskabet.

### 13.1. Revisionspåtegninger

Revisors rolle i forbindelse med aflæggelse af årsrapporten er, at fungere som offentlighedens tillidsrepræsentant<sup>83</sup>. Afledt heraf, er revisors vigtigste opgave, at tilføre årsrapporten troværdighed, således at regnskabsbruger har tillid til de finansielle oplysninger, og at årsrapporten giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling samt resultat af selskabets aktiviteter og pengestrømme for det pågældende år i overensstemmelse med relevant regnskabsmæssige begrebsramme.

---

<sup>83</sup> retsinformation.dk - Revisorlovens § 2

I forbindelse med udarbejdelsen af regnskabsanalysen og den efterfølgende værdiansættelse er det vigtigt, at undersøge om der har været supplerende oplysninger eller forbehold<sup>84</sup> i den afgivne revisionspåtegning i DSVs årsrapporter. Et forbehold tages hvis revisor er uenig med ledelsen, eller der har været begrænsninger i revisors arbejde, og dette påvirker revisors konklusion på årsrapporten væsentligt, væsentligt og gennemgribende eller muligvis væsentligt og gennemgribende. En supplerende oplysning afgives når der er tale om dispositioner, som ikke har påvirket konklusionen på årsrapporten som et forbehold, men stadig anses for vigtigt for regnskabslæser.

Gennemgangen af DSVs årsrapporter for perioden 2004-2008 viser, at årsrapporterne er aflagt med en ikke modificeret påtegning, hvilket indebærer en påtegning uden forbehold eller supplerende oplysninger. På den baggrund må det antages, at årsrapporterne er uden væsentlige fejl eller mangler og giver et retvisende billede af DSVs årsrapporter.

### **13.2. Anvendt regnskabspraksis**

I den anvendte regnskabspraksis i årsrapporten beskriver DSV, hvordan de finansielle historiske tal er indregnet og efterfølgende målt. Den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2008 er gennemgået og ændringer i regnskabspraksis er gennemgået for årsrapporterne for perioden 2004-2007, da kontinuitet i regnskabspraksis er en vigtig forudsætning for regnskabsanalysen. Såfremt der har været ændringer i regnskabspraksis, skal effekten af ændringerne vurderes.

DSV aflægger deres årsrapport i overensstemmelse med internationale regnskabsstandarder (IFRS), samt yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber, jf. NASDAQ OMX Copenhagens oplysningskrav. DSV har, i lighed med andre europæiske børsnoterede virksomheder, fra 2005 aflagt årsrapporten i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder, da EUs ministerråd i 2002 vedtog, at alle børsnoterede selskaber i EU fra og med 2005 skulle aflægge koncernregnskaber efter de internationale regnskabsstandarder<sup>85</sup>. Dette betyder, at DSV tilbage i 2004 aflagde deres årsrapport efter Årsregnskabslovens bestemmelser for klasse D-virksomheder, danske regnskabsvejledninger samt de krav Københavns Fondsbørs i øvrigt

---

<sup>84</sup> RS 701 – Modifikationer af revisors påtegninger

<sup>85</sup> Deloitte, "*Introduktion til IFRS*", 2005, s. 3

stillede til regnskabsaflæggelsen for børsnoterede virksomheder. DSV ændrede i henhold til ovenstående deres anvendte regnskabspraksis i 2005 til de internationale regnskabsstandarder, hvilket indebærer et brud i kontinuiteten. DSV har i årsrapporten for 2005 i henhold til IFRS 1 tilrettet sammenligningstallene for 2004. Da perioden 2004-2008 kun indgår i regnskabsanalysen, ses der bort fra tallene i årsrapporten for 2004 og i stedet benyttes de tilrettede tal fra årsrapporten 2005. Bortset fra overgangen mellem Årsregnskabsloven og danske regnskabsvejledninger til de internationale regnskabsstandarder (IFRS), har der ikke været ændringer i den anvendte regnskabspraksis.

### **13.3. Opstilling af resultatopgørelse og balance til analyseformål**

En virksomheds økonomiske forhold kan beskrives ved samspillet mellem drift, finansiering og investering. Ved beregning af virksomhedens rentabilitet er det derfor hensigtsmæssigt, at adskille drift og driftsinvesteringer fra finansiering. Mens driften omfatter primære aktiviteter, som er den primære kilde til værdiskabelse i virksomheden, omfatter finansiering, hvorledes driften er finansieret. Det kan være svært, at fastlægge en definition på, hvad primær aktivitet er, da det afhænger af forretningsmodellen og formålet for den enkelte virksomhed.<sup>86</sup>

For så vidt angår DSV, har der i analyseperioden ikke været ændringer i koncernsammensætningen, hvorfor de tre divisioner må betegnes som DSVs primære aktiviteter. Opkøbene i analyseperioden har ikke ændret på koncernsammensætningen, men har kun forøget de enkelte divisioners størrelse.

### **13.4. Reformulering**

En virksomheds evne til at skabe værdi hidrører fra to aktiviteter; driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. For at kunne afdække de finansielle vækstdrivere for disse aktiviteter samt beregne nøgletal, der korrekt måler rentabiliteten, er det nødvendigt at foretage reformuleringer.<sup>87</sup>

Reformulering indebærer en opdeling i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Mens driftsaktiviteten er hovedaktiviteten og den primære kilde til den fremtidige værdiskabelse, er finansieringsaktiviteten en sekundær aktivitet, som består i kapitalfremskaffelse eller anbringelse af

---

<sup>86</sup> Petersen, Cristian, V. mfl. : "Regnskabsanalyse ", kap. 4

<sup>87</sup> Elling, Jens O. mfl. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", kap. 5

overskydende likviditet. Formålet med at reformulere er altså, at få adskilt driftsaktiviteten for finansielle poster, der vedrører finansieringsaktiviteten, for at få mest ud af den efterfølgende rentabilitetsanalyse. Hvis driftsposter og finansielle poster ikke klassificeres korrekt, vil det resultere i misvisende mål for rentabiliteten, driften og finansieringen.<sup>88</sup>

I det følgende redegøres for reformuleringspraksis for egenkapitalopgørelsen, balancen og resultatopgørelsen samt pengestrømsopgørelsen.

#### **13.4.1. Reformulering af egenkapitalopgørelsen**

Jens O. Elling og Ole Sørensen har i bogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang" fokus på reformulering af et pågældende selskabs egenkapital hvor posterne inddeles i transaktioner med ejerne og totalindkomst. Opdelingen bruges til, at identificere hvorvidt forskydningen fra primo til ultimo i egenkapitalen stammer fra ejerne "aktionærerne" eller totalindkomsten, der opdeles i nettoresultat (fra resultatopgørelsen) og anden totalindkomst. Anden totalindkomst også kaldet "Dirty Surplus" er et udtryk for de posteringer, der er bogført direkte på egenkapital udenom resultatopgørelsen i henhold til gældende regnskabslovgivning og vejledninger. Forfatterne er af den opfattelse, at anden totalindkomst skal indgå i rentabilitetsanalysen, budgetteringen og værdiansættelsen, da man herigennem sikrer sig, at ingen overskudskomponenter overses, og at der på den baggrund ikke foretages en fejlagtig værdiansættelse.

Det vurderes, at mange af de posteringer, der er bogført direkte på egenkapitalen, ikke er permanente og udlignes over tid, hvorfor de ikke skal medtages i værdiansættelsen bl.a. med baggrund i en undersøgelse udført af Helena Isidro, John O'Hanlon og Steven Young, hvor de i perioden 1993-2001 evaluerede den eventuelle påvirkning af "Dirty Surplus" posterne i forbindelse med værdiansættelsesestimater i landene Frankrig, Tyskland, Storbritannien og USA. Undersøgelsen påviste at udeladelse af "Dirty Surplus" posterne ikke havde påvirket værdiansættelsen væsentligt, i forhold til hvis posterne var indregnet i værdiansættelsen.

I henhold til tabel 5 er anden totalindkomst "Dirty Surplus" posterne identificeret i DSVs egenkapital:

---

<sup>88</sup> Elling, Jens O. mfl. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", kap. 5

**Tabel 5: Egenkapital**

	Mio. DKK				
	2008	2007	2006	2005	2004
Primo saldo, korrigeret	3.457	3.699	3.212	3.107	2.298
Transaktioner med ejerne	-611	-1.271	-211	-588	-257
Nettoresultat	1.227	1.067	677	658	1.083
Anden totalindkomst	-265	-38	21	35	-17
Ultimo saldo	3.808	3.457	3.699	3.212	3.107

Kilde: Egen tilvirkning

En detaljeret reformuleret egenkapital fremgår af bilag 1.

Som det fremgår af tabel 4 udgør anden totalindkomst en mindre andel af forskydningen mellem primo og ultimo, hvorfor det på den baggrund er vurderet ikke, at indregne "Dirty Surplus" posterne i resultatopgørelsen til den senere rentabilitetsanalyse, budgettering og værdiansættelse.

#### **13.4.2. Reformulering af balancen**

Balancen reformuleres, så der skelnes mellem driftsaktiver (DA) og finansielle aktiver (FA), og driftsforpligtelser (DF) og finansielle forpligtelser (FF). Driftsaktiver og driftsforpligtelser omfatter aktiver, der er afledt af driftsaktiviteten og udgør tilsammen begrebet nettodriftsaktiver (NDA). Finansielle aktiver og forpligtelser omfatter aktiver, der er afledt af kapitalanbringelse eller behovet for kapitalanskaffelse. Finansielle aktiver og forpligtelser udgør tilsammen begrebet nettofinansielle aktiver (NFA) eller nettofinansielle forpligtelser (NFF).

Likvide beholdninger opdeles i driftslikviditet og likvide beholdninger. Driftslikviditet udgør den del af likviditeten, der er anset for nødvendig for, at driften kan gennemføres. Det drejer sig om likviditet til betaling af leverandører, løn til ansatte, skatter og afgifter til det offentlige, reparationer og vedligeholdelse og lignende driftsrelaterede omkostninger. I beregningen i afhandlingen indgår driftslikviditeten med 1 % af omsætningen under driftsaktiver, mens den resterende del af den likvide beholdning indgår i de finansielle aktiver.

Andre værdipapirer er i årsrapporten anført under langfristede aktiver, og på den baggrund er de klassificeret under driftsaktiver, da investeringerne må opfattes som en langsigtet strategisk

investering og ikke en placering af overskydende likviditet. Det samme gør sig gældende for investeringer i kapitalandele i associerede virksomheder.

Finansiell leasing er præsenteret under finansielle forpligtelser i årsrapporten, og da finansiell leasing kan sidestilles med et lånefinansieret køb af et aktiv, er leasingforpligtelsen i lighed med de øvrige finansielle forpligtelser indregnet i de finansielle forpligtelser i den reformulerede balance.

Andre tilgodehavender og anden gæld er henholdsvis medtaget under driftsaktiver og driftsforpligtelser, da det ikke fremgår af årsrapporten, hvad disse poster indeholder, og posterne typisk er relateret til driften<sup>89</sup>.

Den reformulerede balance fremgår af tabel 6 herunder:

**Tabel 6: Reformulerede balance**

	Mio. DKK				
	2008	2007	2006	2005	2004
DA	23.583	16.270	15.975	10.294	8.021
DF	9.811	7.151	6.976	4.572	3.371
NDA	13.772	9.119	8.999	5.722	4.650
FF	10.057	5.504	5.242	2.554	1.459
FA	142	34	87	155	0
NFF	9.915	5.470	5.155	2.399	1.459

Kilde: Egen tilvirkning

En detaljeret reformuleret balance fremgår af bilag 3.

### 13.4.3. Reformulering af resultatopgørelsen

Ved reformulering af resultatopgørelsen opdeles posterne i driftsrelaterede og finansieringsrelaterede. Dette skyldes, at der ved denne opdeling opnås kendskab til værdiskabelsen i henholdsvis driften og finansieringen. De driftsrelaterede poster opdeles ligeledes i driftsoverskud fra salg og driftsoverskud fra andre poster, hvilket gøres for at opnå kendskab til den primære og sekundære værdiskabelse fra driften.

<sup>89</sup> Elling, Jens O. mfl. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", kap. 5



Den reformulerede resultatopgørelse fremgår af tabel 7:

**Tabel 7: Reformuleret resultatopgørelse**

	Mio. DKK				
	2008	2007	2006	2005	2004
Nettoomsætning	37.435	34.899	31.972	23.015	18.092
Bruttofortjeneste	8.175	7.704	6.904	4.667	3.863
DO fra salg efter skat	1.478	1.336	1.072	796	793
DO fra andre poster efter skat	-1	-40	-209	-54	395
DO i alt efter skat	1.477	1.296	863	742	1.188
NFO efter skat	244	182	144	46	75
TI	1.227	1.067	677	658	1.083

Kilde: Egen tilvirkning

En detaljeret reformuleret resultatopgørelse fremgår af afsnit bilag 2.

### Skatteallokering

Skat af årets resultat allokeres på driftsoverskud fra salg, driftsoverskud (underskud) fra andre poster og nettofinansielle omkostninger. Der udregnes en skattefordel fra nettofinansielle omkostninger ud fra årets pågældende selskabsskatteprocent. Herudover er der beregnet skat af andet driftsoverskud (underskud). Til sidst beregnes skatten fra driftsoverskud fra salg, som forskellen mellem skat af årets resultat fratrukket skat af nettofinansielle omkostninger og andet driftsoverskud (underskud).

Ved opdeling af poster mellem driftsrelaterede og finansieringsrelaterede, kan det være vanskeligt at foretage en korrekt fordeling af posterne, der i den offentliggjorte årsrapport er anført under de finansielle indtægter og omkostninger. Gevinst og tab vedrørende pensionsaktiver og pensionsforpligtelser er reklassificeret til de driftsrelaterede poster, da gevinster og tab vedrører DSVs pensionsforpligtelser for medarbejderne. Netto valutakursreguleringer er ligeledes reklassificeret til driftsrelaterede poster, da det antages, at hovedparten af de finansielle instrumenter, der indgår, opfylder betingelserne for sikring af fremtidige betalingsstrømme, og som følge heraf er indregnet direkte på egenkapitalen. De eventuelt resterende finansielle instrumenter

antages, at udgøre en mindre andel af valutakursreguleringerne, hvoraf resten antages, at udgøre poster, der er tilknyttet driften.

#### 13.4.4. Reformulering af pengestrømsopgørelsen

Der foretages ikke en decideret reformulering af pengestrømsopgørelsen, da det frie cash flow kan udledes af den reformulerede balance og resultatopgørelse ved hjælp af følgende formel:

$$FCF = DO - NDA$$

Pengestrømsopgørelsen kan ses i tabel 8:

**Tabel 8: Pengestrømsopgørelse**

	Mio. DKK			
	2008	2007	2006	2005
Driftsoverskud	1.477	1.296	863	742
Netto driftsaktiver ultimo	13.772	9.119	8.999	5.722
Netto driftsaktiver primo	9.119	8.999	5.722	4.650
FCF = DO - $\Delta$ NDA	-3.176	1.176	-2.414	-330

Kilde: Egen tilvirkning

#### 13.5. Rentabilitetsanalyse

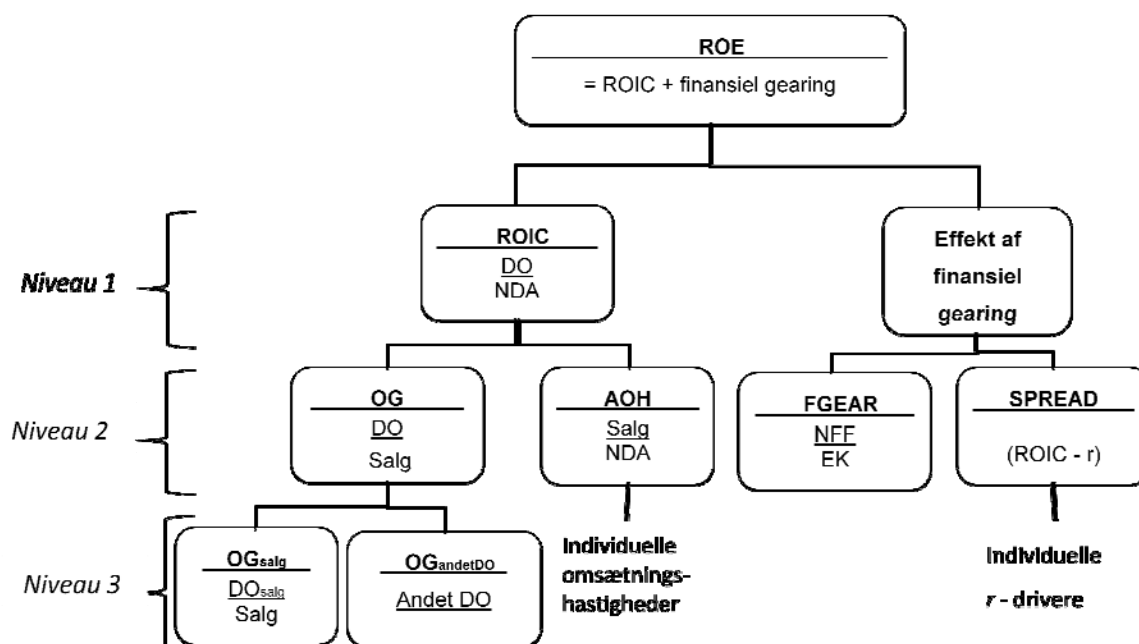
I følgende afsnit vil de reformulerede årsrapporter blive analyseret for, at kunne belyse den historiske økonomiske udvikling i DSV. De finansielle værdidriver måler den værdiskabelse, som er realiseret i analyseperioden, og kan give en række indikationer på hvordan DSV tidligere har performet, samt i hvilken retning DSV bevæger sig. De finansielle værdidrivere danner, sammen med den strategiske analyse, grundlaget for udarbejdelsen af proforma-regnskaber og den senere estimering af DSVs værdi.<sup>90</sup>

De finansielle værdidrivere bliver analyseret med udgangspunkt i den udvidede Dupont-model, der tilrettelægges på grundlag af egenkapitalens forrentningsprocent, ROE, der anses for at være et sammenfattende (relativt) mål for den værdiskabende aktivitet for ejerne fra regnskabsperiode til

<sup>90</sup> Elling, Jens O. mfl. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", kap. 7

regnskabsperiode, som dekomponeres i tre underliggende niveauer.<sup>91</sup> Modellen er illustreret nedenfor.

**Figur 14: Udvidet Dupont pyramide**



Kilde: Faget ekstern rapportering på cand.merc.aud studiet

### 13.5.1. Egenkapitalforrentningen (ROE)

ROE beskriver, hvor meget DSV tjener (totalindkomst), i forhold til hvad deres aktionærer har investeret i virksomheden. Udviklingen i ROE kan forklares (dekomponeres) gennem følgende nøgletal, i henhold til den udvidede Dupont-model, afkastningsgraden (ROIC), den finansielle gearing (FGEAR) og forskellen mellem afkastgraden og nettolånerenten (SPREAD). DSVs egenkapitalforrentning for årene 2005–2008 fremgår af tabel 9.

<sup>91</sup> Elling, Jens O. mfl. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", kap. 7

**Tabel 9: ROE**

ROE (Egenkapitalens forretning)	2008	2007	2006	2005
ROE (TI*100 / Gns. EK)	33,77 %	29,82 %	19,59 %	20,82 %

Kilde: Egen tilvirkning

Egenkapitalforrentningen har i analyseperioden udviklet sig positivt fra en forrentning på 20,82 % i 2005 til 33,77 % i 2008. Selskabet har i analyseperioden ført en aggressiv opkøbspolitik af egne aktier. Dette har medført, at selskabets egenkapitalforrentning, især i årene 2007 og 2008, er steget væsentligt i forhold til, hvis der ikke havde været gennemført opkøb af egne aktier, jf. bilag 5.

Permanente positive ændringer i niveauet af egenkapitalforrentningen understøtter, at markedsværdien af DSV bør stige. Men afkastningsgraden forbliver uændret, da der alene er tale om en ændring i kapitalstrukturen, hvilket taler for en uændret værdiansættelse af virksomheden. Et aktietilbagekøb svarer altså kun til en ændring af kapitalstrukturen. Den underliggende drift bliver ikke påvirket af aktietilbagekøb, og kun i de tilfælde hvor der er en skattefordel tilknyttet den ændrede kapitalstruktur, vil gældsfinansieret tilbagekøb af egne aktier være værdiskabende.<sup>92</sup>

Den positive udvikling i ROE, især fra 2006 til 2008, må i en hvis grad kunne tilskrives opkøbet af Frans Maas i 2006 og muligvis opkøbet af ABX LOGISTICS i 2008, da DSV som tidligere nævnt i afsnit 11.2. er dygtige til at integrere og optimere deres opkøb.

Efter at have vurderet ROE i analyseperioden, vil de faktorer, der har været drivkræften bag udviklingen i ROE blive diskuteret.

I tabel 10 fremgår de beregnede nøgletal, der alle påvirker udviklingen i egenkapitalforrentningen.

**Tabel 10: Finansielle nøgletal**

	2008	2007	2006	2005
ROE	33,77 %	29,82 %	19,59 %	20,82 %
ROIC	12,90 %	14,31 %	11,72 %	14,31 %
FGEAR	2,12	1,48	1,09	0,61
R	3,17 %	3,43 %	3,81 %	2,38 %
SPREAD (ROIC - r)	9,73	10,88	7,91	11,92

Kilde: Egen tilvirkning

<sup>92</sup> Petersen, Cristian, V. mfl.: "Regnskabsanalyse", kap. 6

### 13.5.2. Afkastningsgraden (ROIC)

ROIC er udtryk for, hvor dygtig virksomheden er til at forrente sine nettodriftsaktiver. ROIC har i analyseperioden været meget svingene, hvilket kan forklares ved opkøbene af Frans Maas og ABX LOGISTICS. Ved opkøbene er især aktiverne goodwill, grunde og bygninger og tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser vokset væsentligt, og påvirker som følge heraf afkastningsgraden negativt i opkøbsårene 2006 og 2008, hvor ROIC falder fra 14,31 % i 2005 til 11,72 % i 2006 og tilsvarende fra 14,31 % i 2007 til 12,90 % i 2008. Udsvingene i ROIC kan dog også være påvirket af andre faktorer, hvilket kræver, at de bagvedliggende regnskabstal til udviklingen i ROIC analyseres yderligere ved at dekomponere ROIC ned til niveau 2 i DuPont-pyramiden, der er sammensat af overskudsgraden (OG) og nettodriftsaktivernes omsætningshastighed (AOH).

### 13.5.3. Overskudsgraden og omsætningshastigheden

Overskudsgraden viser virksomhedens evne til at skabe overskud i forhold til hver omsætningskrone, det vil sige forholdet mellem omsætningen og omkostningerne.

Aktivernes omsætningshastighed viser virksomhedens evne til at udnytte sin investerede kapital til at skabe omsætning. Omsætningshastigheden er altså et nøgletal, der udtrykker hvor meget, der generes i omsætning for hver krone, der investeres. En høj omsætningshastighed er altså som udgangspunkt positivt, men omsætningshastigheden kan variere meget fra branche til branche, da hver enkelt branche kan have forskellige krav til de nødvendige investeringer. Udviklingen i OG samt AOH ses i tabel 11.

**Tabel 11: Overskudsgrad og AOH**

	2008	2007	2006	2005
OG	3,95 %	3,71 %	2,70 %	3,22 %
AOH	3,27	3,85	4,34	4,44

Kilde: Egen tilvirkning

Overskudsgraden i DSV har for analyseperioden udviklet sig positivt. Faldet fra 2005 til 2006 skyldes hovedsageligt omkostninger vedrørende særlige poster, der vedrører omstruktureringsomkostninger fra købet af Frans Maas samt omstruktureringsomkostninger, vedrørende overvejende Tyskland og Frankrig, jævnfør årsrapporten 2006. Købet og integrationen af ABX LOGISTICS har ligeledes medført omstruktureringsomkostninger i 2008, men avance ved

salg af det norske Tollpost Globe AS har medført, at de særlige poster ikke påvirker overskudsgraden, jævnfør årsrapporten 2008. Bruttoavancen er i analyseperioden steget fra 20,28 % i 2006 til 21,84 % i 2008, hvilket er grunden til den forbedrede overskudsgrad, selvom omkostningerne, eksklusiv de direkte tilknyttede omkostninger til nettoomsætningen, er steget i perioden, jævnfør bilag 5.

Aktivernes omsætningshastighed i DSV var i år 2008 3,27 svarende til, at for hver krone DSV investerer, skaber de en omsætning på 3,27 kroner. Aktivernes omsætningshastighed har i analyseperioden en negativ udvikling. Den negative udvikling skyldes blandt andet, at DSV ved opkøbene af Frans Maas og ABX LOGISTICS, udover køb af driftsaktiver og driftsforpligtelser, har betalt en goodwill for opnåede synergier samt fremtidige forventninger til afkastet af disse opkøb. Goodwillen er med til, at forøge nettodriftsaktiver yderligere i forhold til den meromsætning opkøbene har skabt.

At ROIC, som følge af den negative udvikling i aktivernes omsætningshastigheder, ikke er faldet yderligere, skyldes at overskudsgraden, som tidligere nævnt, har udviklet sig positivt i analyseperioden. DSVs egne målsætninger om, at koncernen i høj grad skal outsource produktionen af koncernens ydelser, således at koncernen maksimalt producerer 5 % af den omsatte volumen i eget regi, bør ellers vise det modsatte billede af udviklingen i overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Overskudsgraden kan, som følge af fortsat integration af ABX LOGISTICS, muligvis forøges yderligere ved afskedigelse af overflødig personale, sammenlægning af kontorer og IT-systemer samt afvikling eller indgåelse af nye aftaler med leverandører. En forbedring af aktivernes omsætningshastighed afhænger af, om koncernen i fremtiden formår at forøge omsætning og/eller bibeholde eller sænke størrelsen af nettodriftsaktiver.

Da DSV i forbindelse med opkøbene har større pengebindinger i goodwill, som der, i henhold til regnskabspraksissen IFRS, ikke afskrives på. Derimod vurderes der årligt for nedskrivninger, som kan være med til at vanskeliggøre en forbedring af aktivernes omsætningshastighed. Opkøbene kan dog resultere i, at koncernen kan slanke balancen igennem frasalg af bygninger/lokaler eller andet driftsmateriel, der er blevet overflødig. En forbedring af aktivernes omsætningshastighed må derfor anskues, at skulle komme fra en forøgelse af omsætningen eller ved at slanke balancen fra frasalg af aktiver, der er blevet overflødig efter integrationen af ABX LOGISTICS.

#### 13.5.4. Finansiell gearing og SPREAD

Efter analysen af ROIC, der udgør den venstre side af Dupont-pyramiden og måler driftsaktivitetens værdidrivere, ses på de finansielle aktivitets værdidrivere, der udgør den højre side af Dupont-pyramiden. Den finansielle aktivitets værdidrivere består af den finansielle gearing og SPREAD, der påvirker ROE, når selskabets drift er finansieret af fremmed kapital.<sup>93</sup>

Den finansielle gearing er i perioden steget fra 0,61 til 2,12. For at den finansielle gearing skal have en positiv effekt på DSVs rentabilitet, kræves det, at ROIC giver et afkast, der er større end DSVs netto lånerente, hvilket defineres som SPREAD. Da SPREAD er positivt i hele analyseperioden har den øgede finansielle gearing medført en højere egenkapitalforrentning. Hvis ROIC havde været lavere end netto lånerenten, ville det have haft en negativ indflydelse på egenkapitalforrentningen.<sup>94</sup>

Netto lånerenten er i perioden steget fra 2,38 i 2005 til 3,17 i 2008. Netto lånerenten modsvarer sjældent en virksomheds lånerente, da netto lånerenten er påvirket af forskellen mellem ind- og udlånsrenten. Endvidere kan der indgå andre finansielle poster, der ligeledes påvirker renten, hvorfor udviklingen i netto lånerenten skal tolkes med varsomhed.<sup>95</sup>

I reformuleringen af resultatopgørelsen i DSV er alle øvrige poster ført under de finansielle indtægter og omkostninger reklassificeret til driften, med forbehold for at de resterende renteindtægter og renteomkostninger kun indeholder omkostninger hertil. Dette skulle give et mere retvisende billede af netto lånerenten i forhold til virksomhedens reelle lånerente, selvom at netto lånerenten er påvirket af forskellen mellem ind- og udlånsrenten. Udviklingen i DSVs netto lånerente er påvirket af de seneste års opkøb, der har medført en større gældsbyrde og hertil knyttede renteomkostninger. Opkøbet af ABX LOGISTICS påvirker ikke netto lånerenten væsentligt for 2008, da købet først blev gennemført i andet halvår af 2008. Det har medført, at renteomkostninger tilknyttet finansieringen af købet ikke er medtaget for hele 2008.

---

<sup>93</sup> Elling, Jens O. mfl. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", side 173

<sup>94</sup> Petersen, Cristian, V. mfl. : "Regnskabsanalyse ", side 175

<sup>95</sup> Petersen, Cristian, V. mfl.: "Regnskabsanalyse ", side 175

Stigningen i den finansielle gearing skyldes i høj grad opkøbene af Frans Maas og ABX LOGISTICS, som DSV har finansieret gennem fremmed finansiering. Fremmed finansiering er i opkøbsårene steget med 2.688 mio. DKK fra 2005 til 2006, hvor DSV opkøbte Frans Maas, og steget med 4.553 mio. DKK fra 2007 til 2008, hvor DSV opkøbte ABX LOGISTICS. På trods af opkøbende har DSV formået, at opretholde en høj afkastningsgrad og indtil videre holdt netto lånerenten på et fornuftigt niveau, hvilket har medført, at opkøbene har bidraget positivt til udviklingen i egenkapitalens forrentning.

### **13.6. Konklusion på regnskabsanalysen**

DSVs anvendte regnskabspraksis og revisorpåtegninger er for perioden 2004 til 2008 gennemgået. Påtegningerne har for perioden været uden forbehold og supplerende oplysninger. Ændringerne i anvendt regnskabspraksis er gennemgået og de ændringer, der har været, har alle været velbegrundede. Der har dog været et skift i anvendt regnskabspraksis fra 2004 til 2005 fra årsregnskabsloven til IFRS. De tilpassede tal i årsrapporten 2005 for 2004 er på den baggrund anvendt i analysegrundlaget i stedet.

De historiske nøgletal har været præget af opkøbene af Frans Maas og ABX LOGISTICS. Begge opkøb har haft væsentlig indflydelse på udviklingen i de historiske nøgletal i opkøbsåret.

ROE har i analyseperioden udviklet sig positivt, fra en forrentning på 20,82 % i 2005 til 33,77 % i 2008. Den positive udvikling skyldes, at den øgede finansielle gearing har påvirket ROE positivt, da DSV har formået, at opretholde en høj afkastningsgrad og indtil videre holdt netto lånerenten på et fornuftigt niveau.

ROIC har igennem analyseperioden ligget på et niveau mellem 12 % til 14 %. Nøgletallet er påvirket af opkøbene af Frans Maas og ABX LOGISTICS. I forbindelse med opkøbene er der, udover overtagelse af driftsaktiver og driftsforpligtelser, betalt en goodwill. Goodwillen har forøget nettodriftsaktiver yderligere i forhold til den meromsætning, som opkøbene har skabt. Forøgelsen af nettodriftsaktiver har påvirket udviklingen i AOH negativt, da AOH er faldet fra 4,44 til 3,27, hvilket har påvirket ROIC negativt. Grunden til, at ROIC har bibeholdt et niveau på mellem 12 % til 14 %, skyldes, at overskudsgraden i analyseperioden har udviklet sig positivt fra 3,22 % til 3,95



%. Udviklingen i overskudsgraden skyldes, at DSV har formået at forbedre deres bruttoavance gennem analyseperioden.

Den finansielle gearing er i analyseperioden steget fra 0,61 til 2,12. Dette skyldes, at de virksomhedsopkøb, som DSV har foretaget i analyseperioden, er finansieret gennem låneoptagelse via kreditinstitutter. Da opkøbet af ABX LOGISTICS først er foretaget i andet halvår af 2008, kan det medføre en fremtidig forringelse af netto lånerenten. Den høje finansielle gearing kan resultere i en dårligere forrentning af ROE, hvis ROIC falder og netto lånerenten stiger. Endvidere medfører den forøgede finansielle gearing en øget finansiell risiko, da DSV er mere eksponeret overfor udsving i renteniveauet.

## 14. BUDGET

I de ovenstående afsnit er den strategiske analyse samt regnskabsanalysen gennemgået. På baggrund af dette udarbejdes det fremtidige budget for DSV, som anvendes i forbindelse med værdiansættelsen. Budgettering af den fremtidige udvikling er baseret på de identificerede værdidriver fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

Da DCF-modellen og RI-modellen anvendes, kræves det ud fra en teoretisk vinkel en neddiskontering af uendelige fremtidige pengestrømme. Da dette naturligvis ikke er praktisk muligt, baseres budgetter i praksis ofte over en periode på 3-10 år, der slutter med en terminalperiode, hvor der konstateres en konstant vækstrate i de finansielle værdidrivere<sup>96</sup>. Der er valgt en budgetperiode på 6 år før terminalperioden, da det forventes, at valget af en budgetperiode på 6 år, vil give et realistisk billede af den fremtidige udvikling. En længere budgetperiode vil være langt mere usikker, da DSVs ledelse har en strategi om at vokse gennem organisk vækst og opkøb af andre virksomheder<sup>97</sup>. Opkøb af andre virksomheder er stort set umulige at budgettere, da størrelse og omfang af opkøb ofte hverken er kendt af virksomhedens egen ledelse og på den baggrund slet ikke af udefrakommende.

### 14.1. Budgettering af omsætningen

#### 14.1.1. Generelt

På baggrund af den strategiske analyse vurderes det, at der er basis for fremtidig vækst i transportbranchen, da verden er på vej ud af den økonomiske recession efter den finansielle krise. DSVs størrelse og kernekompetencer giver gode forudsætninger for, at klare sig i konkurrencen fremover samt opnå en andel af den fremtidige vækst i transportbranchen. DSVs strategi om tilstedeværelse på ”Emerging Markets” vil ligeledes kunne påvirke den fremtidige vækst.

For regnskabsårene 2007 til 2008 har DSV i henhold til bilag 6 haft vækststigninger på henholdsvis 9,2 % i 2007 og 7,3 % i 2008. Vækststigningerne skal dog til dels tilskrives nettoeffekten fra køb og

---

<sup>96</sup>Elling, Jens O. mfl., ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side 35

<sup>97</sup> Berlingske Tidende, tirsdag den 5. januar 2010 ”Krisens spor på DSV”

---

salg af virksomheder samt valutakurseffekten. Den reelle organiske vækststigning i regnskabsårene har for 2007 været 3,4 % og for 2008 4,2 %<sup>98</sup>.

Transportbranchen er generelt præget af mange udbydere og konkurrencen, om kunderne, er som følge heraf stor. Den generelle stigning i omsætningsvæksten er i budgetperioden vurderet til, at være i niveauet 4 % til 4,75 %. Året 2009 adskiller sig fra resten af budgetperioden, da året har været væsentligt påvirket af den finansielle krise. DSVs delårsrapport for 3. kvartal 2009 ligger til grund for estimeringen af den samlede omsætning for 2009.

Væksten i terminalperioden er vurderet til at lægge over inflationen for Euroområdet i perioden 2007 til 2008, samt den estimerede inflation for perioden 2009 til 2011<sup>99</sup>, da det vurderes, at DSV har de nødvendige forudsætninger for at øge deres omsætning.

Nedenfor gennemgås de enkelte divisioners forudsætninger for den fremtidige vækst.

#### **14.1.2. Road divisionen**

Road divisionen, hvis omsætning kun kommer fra Europa, er påvirket af den generelle økonomiske udvikling i Europa. Hovedparten af Road divisionens omsætning kommer fra Skandinavien, Tyskland, Benelux landene og Storbritannien. Det vurderes, at der er begrænsede muligheder for at øge omsætningen på disse markeder, da koncernen er velkonsolideret her. Med opkøbet af ABX LOGISTICS og Frans Maas har DSV øget tilstedeværelsen på de Syd-, Central- og Østeuropæiske markeder, hvorfor yderligere vækst i omsætningen hovedsageligt forventes, at komme fra de markeder, selvom konkurrencen vurderes som værende hård. Realvæksten for Euroområdet for 2010 og 2011 er vurderet til at have en positiv vækst, hvilket vurderes at påvirke Road divisionens omsætning positivt.

Den større fokus fra EU-Kommissionens side for, at ændre transportmønstre og flytte transporten fra lastvogne til jernbane og skibe, kan være en trussel for DSV på længere sigt og påvirke deres omsætning i Road divisionen. Men for perioden 2004-2007 er stigningen i gods, der transporteres via jernbaner steget mindre sammenlignet med udviklingen i gods, der transporteres med lastvogne,

---

<sup>98</sup> DSVs årsrapport for 2007 og 2008

<sup>99</sup> Nordea Økonomisk Perspektiv september 2009 side 6

hvilket må indebære, at eventuelle ændringer ikke har påvirket transport af gods med lastvogne væsentligt. Hvis gods flyttes fra lastvogne til skibe vil det have en effekt for Road divisionen, men ikke for koncernen som helhed, da det må antages at nedgangen i Road aktiviteterne, ville medføre en opgang i Sea & Air divisionen, hvis godset flyttes over til skibe i stedet.

Det vurderes, på baggrund af ovenstående, at væksten i Road divisionen vil være negativ i år 2009, men at væksten i de efterfølgende budgetår vil være positiv i niveauet 3,4 % til 4,0 %.

#### **14.1.3. Air & Sea divisionen**

Air & Sea divisionen har gennem opkøbet af ABX LOGISTICS fået et langt større og mere globalt marked, hvilket adskiller divisionen fra de to andre divisioner. De større markeder kan medføre større vækstmuligheder sammenlignet med de andre divisioner. Divisionen er på den baggrund mere præget af den globale økonomiske udvikling, herunder især, på markederne i USA og Asien udover Europa. Den kinesiske økonomi er allerede ude af den økonomiske krise, og der forventes en høj realvækst i år 2010 og 2011. Der har i USA været klare tegn på forbedringer i økonomien, og der forventes en positiv realvækst for år 2010 og 2011. Den positive økonomiske udvikling forventes, at kunne bidrage positivt til omsætningen i Air & Sea divisionen.

Ændringer af transportmønstre, der er beskrevet under Road divisionen, kan ligeledes bidrage positivt til udviklingen i omsætningen, da omsætningen fra søtransport forventes at stige. Endvidere kan det stigende miljøfokus fra virksomheder og forbrugere indebære, at mere fragt i fremtiden skal transporteres via vandvejen, da det indebærer mindre forening og CO<sub>2</sub> udslip.

Det vurderes, på baggrund af ovenstående, at væksten i Air & Sea divisionen vil være positiv i år 2009, som følge af opkøbet af ABX LOGISTICS. Væksten i de efterfølgende budgetår vil være positiv i niveauet 5,0 % til 5,7 %.

#### **14.1.4. Solutions divisionen**

Solutions divisionen adskiller sig fra de øvrige divisioner, da divisionen tilbyder ydelser indenfor lager og logistik, indenfor DSV koncernen og til eksterne parter. Markedet er således, i lighed med de øvrige divisioner, påvirket af den økonomiske udvikling, men ligeledes af virksomheders ønsker om, at outsource hele eller dele af forsyningskæden. Virksomheders ønsker om, at outsource hele

eller dele af deres forretning, og fokusere på deres kerneforretning er et spørgsmål om ledelsesstil i den enkelte virksomhed, men hvis det vil medføre omkostningsbesparelser, kan det bidrage positivt til divisionen. Solutions divisionens omsætning stammer hovedsageligt fra Skandinavien, Benelux landene og Storbritannien. Den begrænsede tilstedeværelse på det europæiske marked kan indeholde muligheder for en større vækst på det Europæiske marked.

På baggrund af ovenstående vurderes det, at væksten i Solutions divisionen vil være positiv i år 2009, som følge af opkøbet af ABX LOGISTICS. Væksten i de efterfølgende budgetår vil være positiv i niveauet 3,5 % til 4,7 %.

## **14.2. Budgettering af driftsoverskud før skat**

Overskudsgraden er i analyseperioden steget, jf. regnskabsanalysen afsnit 12. Stigningen skyldes, at DSV har formået at forbedre deres bruttoavance. Samtidig har salg af den norske virksomhed Tollpost Globe AS medført, at selskabet i 2008 ikke har været påvirket negativt af de særlige omkostninger i forbindelse med opkøbet af ABX LOGISTICS.

Påvirkningen fra den finansielle krise, samt fortsatte omstrukturingsomkostninger vedrørende opkøbet af ABX LOGISTICS, vil for året 2009 påvirke overskudsgraden væsentligt, hvorfor der for året er budgetteret med en overskudsgrad på 0,56 %. Tilpasning af koncernen til de ændrede markedsforhold forventes at være på plads i løbet af 2009, og DSV bør i 2010 have en fordel heraf. På den baggrund er overskudsgraden for år 2010 budgetteret med 3,26 %.

Der er en række forhold, der kan have betydning for DSVs fremtidige udvikling i omkostningsniveauet. Det forventes, at miljø- og CO<sub>2</sub> afgifter, især i Europa, i fremtiden vil stige og forhøje omkostningerne for DSV. Endvidere kan de skærpede krav til CO<sub>2</sub>-udledning, der er blevet vedtaget i EU-Parlamentet medføre omkostninger for DSV i fremtiden. Det er på den baggrund vigtigt for DSV, at overvejelserne omkring brugen af modulvogntog i Europa er positive. Det forventes, at de foreløbige positive udmeldinger, der har været angående brug af modulvogntog, vil føre til nye regler på området, der tillader brugen af modulvogntog i hele Europa. Dette vil formentlig opveje de omkostninger, der ellers vil blive pålagt DSV, som følge af forhøjede miljø- og CO<sub>2</sub>-afgifter, samt skærpede krav til CO<sub>2</sub>-udledningen. Forhandlingsstyrken fra leverandører og kunder forventes i fremtiden at være på niveau med årene 2007 og 2008, og ikke have en større

indflydelse på udviklingen i bruttoavancen. Endvidere fremgår det af regnskabsanalysen samt af den interne analyse, at DSV generelt formår at holde driftsomkostningerne på et fornuftigt niveau og er dygtige til at integrere opkøbte virksomheder.

De Transitoriske poster er besværlige at budgettere, dog vurderes det, at DSV er nødsaget til at afholde et større beløb i forbindelse med omstruktureringer i koncernen, grundet virksomhedsopkøbet af ABX LOGISTICS. Derfor vurderes det, at der skal bruges 300 mio. DKK i 2009, 250 mio. DKK i 2010, samt 50 mio. kr. i den resterende periode.

På baggrund af ovenstående er der fra år 2011 og indtil terminalperioden budgetteret med en overskudsgrad på 3,58 % i 2011, 3,63 % i 2012 og 3,76 % i den resterende periode.

### 14.3. Den effektive skatteprocent

Skat af årets resultat er budgetteret ud fra den danske selskabsskatteprocent på 25 %. De permanente differencer er vurderet som tilbagevendende differencer, da niveauet af de permanente differencer er vurderet realistisk. De skatteomkostninger, der opstår i forbindelse med ændrede selskabsskatteprocenter er ikke medtaget i beregningen. I tabel 12 ses udviklingen i den effektive skatteprocent.

**Tabel 12: Udvikling i effektiv skatteprocent**

	2009E	2008	2007
Effektiv skatteprocent	27,5 %	23,4 %	29,8 %

*Kilde: Egen tilvirkning*

Værdireguleringerne af skatteaktiverne er i 2008, grundet opkøbet af ABX LOGISTICS, høje.

På den baggrund er det valgt, at budgettere med mindre skatteomkostninger, så kontinuiteten opretholdes i forhold til foregående år. De fradragsberettigede tab, som DSV har haft på aktier, medtages ikke i fremtiden. Tabene stammer fra frasalg af virksomheder og har ikke nogen påvirkning på det fremtidige budget.

Efter reguleringer af ovenstående vil den effektive skatteprocent udgøre 27,5 %. Denne sats benyttes i beregningerne i værdiansættelsen gennem hele budgetperioden.

#### **14.4. Aktivernes omsætningshastighed**

AOH er i analyseperioden faldet, jf. regnskabsanalysen afsnit 12. Faldet skyldes i henhold til regnskabsanalysen i høj grad opkøbene af Frans Maas og ABX LOGISTICS, herunder især den goodwill, som DSV har betalt for de to virksomheder. Endvidere har DSV den filosofi, at hovedparten af deres ydelser outsources til eksterne underleverandører, således at DSV kun maksimalt producerer 5 % af den omsatte volumen i eget regi. På den baggrund er det i budgettet valgt at opdele NDA i arbejdskapital og anlægskapital, så budgettering giver et mere retvisende billede, da det forventes, at arbejdskapitalen i højere grad vil være påvirket af den generelle udvikling i omsætningen.

##### **14.4.1. Anlægskapital**

I anlægskapitalen er indregnet immaterielle og materielle anlægsaktiver samt kapitalandele i associerede virksomheder og værdipapirer, som DSV har til hensigt at beholde i en længere periode ud over et år. Goodwillen udgør ultimo 2008 52,8 % af den samlede anlægskapital, hvoraf 4.193 mio. DKK ud af den samlede goodwill på 7.170 mio. DKK vedrører opkøbene af Frans Maas og ABX LOGISTICS. Det er på den baggrund vigtigt, at vurdere goodwillen i forbindelse med budgetteringen af anlægskapitalen. Da DSV aflægger deres årsrapport i overensstemmelse med IFRS, foretages der årlige vurderinger af, om goodwillen skal nedskrives. Selvom koncernens omsætning er faldet, er det vurderet, under budgetteringen af omsætningen, at denne i fremtiden vil stige igen. Hvilket indebærer, at det ikke forventes, at der er behov for at nedskrive goodwillen og at goodwillen således bibeholdes i samme niveau igennem budgetperioden og ikke i særlig grad påvirker udviklingen i anlægskapitalen.

DSVs planlagte flytning af hovedsædet til Ringsted blev skrinlagt, da aftalen var betinget af, at der inden den 1. september 2009 var tilvejebragt endelige kommune- og lokalplaner, hvilket ikke var tilfældet.<sup>100</sup> På den baggrund samt den økonomiske udvikling og de tilgange, der har været til anlægskapitalen i forbindelse med opkøb af virksomheder, forventes det ikke, at DSV i en periode på 1-3 år ville foretage større anlægsinvesteringer.

---

<sup>100</sup> Fondsbørsmeddelelse nr. 337 fra DSV

Når den økonomiske vækst i løbet af 2010 og 2011 forventes at blive positiv, forventes DSVs omsætning ligeledes at stige. På den baggrund er DSV nød til, at foretage yderligere investeringer i anlægskapital, for ikke at risikere, at de når kapacitetsgrænsen.

På baggrund af delårsrapporten for 3. kvartal 2009 fra DSV, budgetteres det med at anlægskapitalen vil stige med 1,5 % i 2009. På baggrund af ovenstående forventninger er der i perioden 2010-2011 budgetteret med, at anlægskapitalen har en stigning på 0,5 % hvert år. I forbindelse med forventninger til den stigende omsætning er der budgetteret med, at anlægskapitalen efterfølgende stiger til 1,5 % i 2012 og til 2,0 % i 2013 og 2014, for herefter at falde til et niveau på 1,5 % ind i terminalperioden.

#### **14.4.2. Arbejdskapital**

I arbejdskapitalen er indregnet alle øvrige poster fra netto driftsaktiverne, der ikke indgår i anlægskapitalen. Arbejdskapitalen er mere eller mindre afledt af udviklingen i driften, hvilket medfører, at en stigning i salget, som udgangspunkt, medfører en stigning i arbejdskapitalen<sup>101</sup>. Da DSV fortsat er ved, at integrere ABX LOGISTICS i organisation, vil det sammen med den hårde opbremsning i den globale økonomi, være svært at budgettere arbejdskapitalen samlet. På den baggrund er det valgt, at opdele arbejdskapitalen i driftsaktiver minus anlægskapital og driftsforpligtelser, for at opnå et mere reelt billede af udviklingen i den samlede arbejdskapital.

Hovedparten af DSVs driftsaktiver minus anlægsaktiver udgøres, jf. bilag 8, af tilgodehavender fra tjenesteydelser, der i høj grad er afledt af eventuelle stigninger eller fald i omsætningen. Det er derfor valgt, at budgetteringen af driftsaktiver minus anlægsaktiver i høj grad følger udviklingen i salget, dog med undtagelse af årene 2009 og 2010, jf. bilag 6 og 8. Dette skyldes, at DSV ved overtagelsen af ABX LOGISTICS i 2008 ikke havde indarbejdet deres procedurer samt håndtering af debitorer og andre tilgodehavender, hvorfor vi i lighed med delårsrapporten for 3. kvartal 2009, i budgetteringen, har kalkuleret med et fald på 15 % i 2009 og en beskedent stigning på 1 % i 2010. Det er efter tilpasningen i årene 2009 og 2010 ikke kalkuleret med, at DSV kan forbedre kredittiderne, da det vurderes, at de kredittider DSV opererer med, er fordelagtige for både DSV og deres kunder jf. udviklingen i bilag 5.

---

<sup>101</sup>Elling, Jens O. mfl., "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", Side 65



DSVs driftsforpligtelser består hovedsageligt af leverandørgæld og anden gæld, jf. bilag 3. Leverandørgæld er i lighed med tilgodehavender fra tjenesteydelser påvirket af udviklingen i omsætningen, hvorimod der i posten anden gæld kan være indeholdt poster, der ikke i samme grad er påvirket af udviklingen i omsætningen.

Der er i budgettet kalkuleret med, at driftsforpligtelserne i årene 2009 og 2010 falder med 5 % for herefter at følge den stigende udvikling i omsætningen, jf. bilag 6. Faldende i årene 2009 og 2010 er baseret på, at DSV i løbet af 2009 flere gange har oplyst, at de er nødsaget til at afskedige et større antal medarbejdere som følge af, at DSV har mistet omsætning på grund af den globale økonomiske afmatning samt realisering af synergier fra købet af ABX LOGISTICS<sup>102</sup>. De afledte effekter påvirker især anden gæld, hvori indeholdte personskatter til de offentlige myndigheder samt feriepenge indgår, da de afskedigede medarbejdere ofte har en længere opsigelsesperiode, hvor de stadig er berettiget til at modtage løn.

---

<sup>102</sup> [berlingske.dk](http://berlingske.dk) ”DSV nedjusterer og fyrer”, 30. oktober 2009

## 15. VÆRDIANSÆTTELSE

Formålet med dette afsnit er, at foretage den egentlige beregning af værdiansættelsen af DSV, med udgangspunkt i de valgte modeller, som er beskrevet i metodeafsnittet. Vores input til modellerne er de estimerede fremtidige indtjeningsmuligheder i form af et 6-årigt budget for DSV, som der er redegjort for i budgetafsnittet. Afsnittet indledes med fastlæggelse af de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). Herefter foretages selve værdiansættelsen, ved hjælp af de to kapitalværdibaserede modeller, DCF-modellen og RI-modellen. Værdiansættelsen suppleres med en følsomhedsanalyse.

### 15.1. Fastlæggelse af de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Fastlæggelsen af de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger udgør en central rolle, når kapitalværdien af de fremtidige pengestrømme skal beregnes, da den anvendes som diskonteringsfaktor.

WACC er udtryk for det forventede afkast på den investerede kapital, og såfremt virksomheden er i stand til at genere en afkastningsgrad, der overstiger WACC, har virksomheden skabt en merværdi<sup>103</sup>.

WACC beregnes som<sup>104</sup>:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * k_g$$

$V_0^E$  og  $V_0^{NFF}$  er markedsværdi af henholdsvis egenkapital og netto finansielle forpligtelser.  $V_0^{NDA}$  er markedsværdi af virksomheden, mens  $k_e$  er ejernes afkastkrav, og  $k_f$  er finansielle omkostninger efter skat.

#### 15.1.1. Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen giver et billede af finansieringskildernes fordeling. Selve beregningen af kapitalstrukturen skal baseres på markedsværdier af henholdsvis egenkapital og gæld. Dette

---

<sup>103</sup> Petersen, Cristian, V. mfl. : "Regnskabsanalyse ", Side 152

<sup>104</sup> Elling, Jens O. mfl. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", side 54

medfører et væsentligt problem, da det er en estimering af markedsværdien, der ønskes vurderet i forhold til den pågældende markedsværdi.

Dette nødvendiggør anvendelsen af skøn til fastlæggelse af markedsværdien af henholdsvis egenkapitalen og de netto finansielle forpligtelser. Der kan anvendes følgende metoder til estimeringen af gælds- og egenkapitalandelen<sup>105</sup>:

- Virksomhedens målsatte (target) kapitalstruktur
- Kapitalstruktur for sammenlignelige selskaber
- Iterationsmetoden

Visse selskaber har en fastlagt strategi, hvori en langsigtet kapitalstruktur indgår. DSV har i årsrapporten for 2008 oplyst, hvilken langsigtet kapitalstruktur ledelsen har som målsætning for koncernen. Kapitalstrukturen vurderes løbende, og vurderes ud fra gearing, målt som forholdet mellem den nettorentebærende gæld og resultat af primær drift, før afskrivninger og særlige poster ”EBITDA”, hvilken pr. 31. december 2008 udgør 3,6. DSV har en målsætning om, at koncernens fremtidige kapitalstruktur, på baggrund af den senere tids udvikling på de finansielle markeder, skal forbedres. Således at koncernens nettorentebærende gæld, set i forhold til EBITDA, skal lægge i niveauet 1,5 til 2,5 gange<sup>106</sup>. Koncernen har i 2009, på den baggrund, gennemført en kapitalforhøjelse, der har medført et nettoprovenu, på ca. 1,5 mia. DKK, til brug for nedbringelse af den nettorentebærende gæld. Dette skal opfylde målsætningen for den fremtidige kapitalstruktur<sup>107</sup>.

Problemet med DSVs oplyste kapitalstruktur er imidlertid, at den ikke giver et billede af forholdet mellem egenkapitalen og de netto finansielle forpligtelser. Det anses ikke som muligt, at anlægge en kapitalstruktur ud fra sammenlignelige selskaber, da der kan være en række forhold, der kan influere på sammenligningstallene. En eventuel sammenligning vil kræve en større analyse af de enkelte regnskaber.

---

<sup>105</sup> Petersen, Cristian, V. mfl.: ”Regnskabsanalyse”, Side 240

<sup>106</sup> DSV Årsrapporten 2008 side 7

<sup>107</sup> Fondsbørsmeddelelser nr. 325 og 329

Som det ses ud fra tabel 13 er udviklingen i forholdet mellem EK og NFF ændret markant. Dette skyldes opkøbene af ABX LOGISTICS og Frans Maas, jf. regnskabsanalysen.

**Tabel 13: Forholdet mellem EK og NFF**

Forholdet mellem EK og NFF i %	2008	2007	2006	2005
EK	28,01	40,02	42,72	58,07
NFF	71,99	59,98	57,28	41,93

*Kilde: egen tilvirkning*

Ovenstående kapitalstruktur afspejler ikke nødvendigvis DSVs fremtidige kapitalstruktur, da forskellen mellem gæld og egenkapital vil være forskellig fra år til år. WACC burde i teorien beregnes for hvert enkelt år i budgetperioden, men dette ville kræve et mere dybdegående budget, der ville kræve indersider viden. En anvendt metode til at komme uden om det problem er, at lave et skøn over den langsigtede kapitalstruktur<sup>108</sup>.

Der er lavet et skøn over den langsigtede kapitalstruktur. Dette skøn er baseret på, at DSV i forbindelse med deres gennemførte kapitalforhøjelse har afdraget på deres nettorentebærende gæld, for at opfylde ledelsens målsætning om en fremtidig kapitalstruktur hvor koncernens nettorentebærende gæld set i forhold til EBITDA, skal ligge i niveauet 1,5 til 2,5 gange. Kapitalstrukturen kan, som følge af den gennemførte kapitalforhøjelse i koncernens 3. kvartals delårsrapport, såfremt der ses bort fra likvide beholdninger fratrukket driftslikviditet, opgøres således at forholdet mellem egenkapital og nettofinansielle forpligtelser er, at egenkapitalen udgør 42 % mod de nettofinansielle forpligtelser på 58 %. Det forventes, at den fremtidige kapitalstruktur for DSV opgøres således, at egenkapitalandelen udgør 55 % og de nettofinansielle forpligtelser udgør 45 %.

---

<sup>108</sup> Elling, Jens O. mfl. ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side 56

### 15.1.2. Fremmedkapitalomkostninger

Afkastkravet fra indskydere af fremmedkapital skal opgøres efter skat, eftersom at de cash flows, der indgår i værdiansættelsen er opgjort efter skat. Formlen for virksomhedens fremmedkapitalomkostninger fremgår nedenfor.

$$K_g = (r_f + r_s) * (1 - t)^{109}$$

hvor

$r_f$	= risikofri rente
$r_s$	= selskabsspecifikt risikotillæg
$t$	= selskabsskatteprocenten

### 15.1.3. Risikofri rente

Ved estimering af den risikofri rente anvendes i praksis den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation. Anvendelsen af den toneangivende 10-årige statsobligation bør ske, uagtet at virksomheden finansieres med gæld med kort varighed.<sup>110</sup> Primo februar 2010 var den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation 3,49 %<sup>111</sup>.

### 15.1.4. Selskabsspecifikt risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg er det tillæg, som långiver kræver for den risiko, der foreligger for, at selskabet ikke kan tilbagebetale sine forpligtelser til långiver. For at fastlægge risikotillægget kan anvendes netto lånerenten, da denne kan give indikationer på, hvad selskabet betaler sine långivere i risikotillæg. Ved anvendelse af netto lånerenten er der dog en række faktorer, der skal tages højde for, jf. beskrivelsen af netto lånerenten i rentabilitetsanalyse afsnit 13.5. Da DSV i analyseperioden har haft større udsving i deres nettofinansielle forpligtelser, som følge af opkøb af virksomheder, herunder tidspunktet på året for låneoptagelsen til finansieringen af opkøbene, påvirker det udviklingen i netto lånerenten væsentligt. Endvidere kan der i renteindtægter og omkostninger være poster, der ikke hidrører fra finansiering, hvilket ligeledes kan medvirke til, at give en fejlindikation af niveauet på risikotillægget. Da DSVs netto lånerente i analyseperioden har

<sup>109</sup> Elling, Jens O. mfl. ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, side 56

<sup>110</sup> FSR: ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele”, side 53

<sup>111</sup> Data fra Danmarks Nationalbank, <http://nationalbanken.statistikbank.dk>

været på niveau med eller under den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation, er det valgt at se bort fra netto lånerenten, som indikator på risikotillægget, da det findes usandsynligt, at netto lånerenten er et udtryk for det generelle låneniveau.

Da netto lånerenten ikke kan anvendes til at fastlægge niveauet på risikotillægget, kan kreditratings fra selskabet eller sammenlignelige selskaber anvendes til at fastlægge niveauet på risikotillægget, såfremt selskaberne har fået tildelt en kreditrating<sup>112</sup>. Da DSV ikke har fået tildelt en kreditrating, er det undersøgt om sammenlignelige selskaber, der er nævnt under den strategiske analyse som Panalpina & Kuhene & Nagel, har fået tildelt en kreditrating. Dette er dog ikke tilfældet. Da hverken DSV eller sammenlignelige selskaber har fået tildelt en kreditrating, er det valgt at foretage en kreditrating baseret på finansielle nøgletal og informationer fra Standard & Poor's<sup>113</sup>. De beregnede finansielle nøgletal for DSV fremgår af tabel 14:

**Tabel 14: Kreditrating**

Finansielle nøgletal	2008	2007	2006
Ebit int.cov	5,19	6,28	5,11
Ebitda int.cov	6,03	7,21	7,67
FFO/total debt	10,88 %	13,85 %	13,08 %
Free oper. Cash flow/total debt	5,98 %	15,00 %	13,60 %
ROC	12,64 %	14,89 %	12,09 %
Operating income/sales	5,17 %	5,39 %	4,70 %
Long-term debt/capital	99,20 %	91,29 %	87,48 %
Total debt/capital	107,57 %	102,51 %	88,36 %

Kilde: egen tilvirkning

En detaljeret opgørelse over regnskabstal, der indgår i beregninger af de finansielle nøgletal fremgår i bilag 13.

<sup>112</sup> Petersen, Cristian, V. mfl. : "Regnskabsanalyse ", Side 244

<sup>113</sup> Standard & Poor's hjemmeside & "Regnskabsanalyse", side 244 - 246

---

Problemet omkring benyttelsen af ”Adjusted key industrial financial ratios” fra Standard & Poor’s er, at de beregnede finansielle nøgletal stammer fra 1998 til 2000 og er baseret på en række brancher og selskaber, hvor forskellige faktorer kan gøre sig gældende. Endvidere er kreditrating baseret på en kvantitativ vurdering og en kvalitativ vurdering af det enkelte selskab. Den kvantitative vurdering baserer sig på finansielle nøgletal, og i den kvalitative vurdering analyseres og diskuteres hvorledes den enkelte virksomhed håndterer deres driftsmæssige og finansielle risici<sup>114</sup>.

Da vi ikke er i besiddelse af nyere og branchebaserede finansielle nøgletal, er vi nødsaget til at benytte ”Adjusted key industrial financial ratios” fra Standard & Poor’s som indikator til vores fastlæggelse af niveauet på risikotillægget. De beregnede finansielle nøgletal vil dog blive vurderet kritisk.

Hvis de oplyste finansielle nøgletal fra Standard & Poor’s benyttes til, at placere DSV i en kreditrating kategori, vil DSV skulle placeres indenfor kategorierne B til BBB, hvis der ses bort fra de tre nederste finansielle nøgletal i tabel 14. Forskellen på nøgletallet operating income/sales kan skyldes den branche, som DSV opererer i, da indtjeningsmarginalerne ofte er lavere sammenlignet med andre brancher. Forskellen på nøgletallene Long-term debt/capital og Total debt/capital skyldes DSVs øgede finansielle gearing i forbindelse med opkøb af virksomheder og eventuelt store operationelle leasing forpligtelser.

Det er ud fra de finansielle nøgletal og vurderinger af DSVs fremtidige driftsmæssige og finansielle risiko, der er gennemgået under estimeringen af DSVs beta, vurderet at DSV befinder sig i kreditratingkategorien BB, med udgangspunkt i Standard & Poor’s beskrivelse af de enkelte kreditratingskategorier<sup>115</sup>.

Baseret på denne kreditrating af DSV kan risikotillægget opgøres til 2,55<sup>116</sup>, der skal tillægges den risikofri rente.

---

<sup>114</sup> Petersen, Cristian, V. mfl. : ”Regnskabsanalyse ”, Side 246

<sup>115</sup> Standard & Poor’s hjemmeside

<sup>116</sup> FSR: ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele”, side 54

### 15.1.5. Selskabsskatteprocenten

Ved estimeringen af fremmedkapitalomkostninger efter skat kræves der et kendskab til selskabsskattesatsen. Såfremt den driftsmæssige indtjening overstiger låneomkostningerne, skal selskabsskattesatsen anvendes, hvilket er tilfældet for DSV. For internationale virksomheder kan den effektive selskabsskattesats anvendes, såfremt det antages, at koncernens låneomkostninger er fordelt på samme måde som koncernens driftsmæssige indtjening<sup>117</sup>. Dette er gjort, da det vurderes, at give det mest retvisende billede. Den effektive selskabsskattesats udgør 23,4 % i 2008. Den effektive selskabsskattesats er under budgetteringsafsnittet vurderet til at udgøre 27,5 % for hele budgetperioden, hvorfor den anvendes til estimeringen af fremmedkapitalafkastkravet.

Ud fra ovenstående kan DSVs fremmedkapitalafkastkrav estimeres til følgende:

$$K_g = (3,49 + 2,55) * (1 - 0,275) = 4,379$$

### 15.1.6. Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav estimeres ved hjælp af Capital Asset Pricing Modellen (CAPM), som er den mest anvendte teoretiske model til måling af ejernes afkastkrav. Modellen tager udgangspunkt i sammenhængen mellem den enkelte virksomheds aktieafkast og afkastet for hele aktiemarkedet (Markedsporteføljen). Grundideen bag CAPM er således, at modellen ikke indregner den specifikke virksomhedsrisiko, da det forudsættes at denne diversificeres bort<sup>118</sup>. Selvom CAPM-modellen er en af de mest udbredte i praksis og i lærebøger, rummer modellen en række faktorer, der er forbundet med usikkerhed. I nedenstående afsnit gennemgås de enkelte faktorer, herunder en vurdering omkring fastsættelsen af faktorerne, som fremgår af nedenstående formel.

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

Hvor

$k_e$  = Ejers afkastkrav

$r_f$  = risikofri rente

$\beta_{ek}$  = Egenkapitalens systematiske risiko

---

<sup>117</sup> Petersen, Cristian, V. m.fl.: "Regnskabsanalyse", Side 248

<sup>118</sup> Petersen, Cristian, V. m.fl.: "Regnskabsanalyse", Side 217 - 218



$r_m$  = Afkast på markedsporteføljen

Den risikofri rente vil, som det ligeledes var tilfældet ved estimeringen af den risikofrie rente for afkastkravet for fremmedkapitalen, være den toneangivende 10-årige statsobligation, der benyttes som estimat for den risikofrie rente ved beregning af CAPM.

### 15.1.7. Estimering af Beta

Beta beskriver den systematiske risiko på en given aktie i forhold til markedsporteføljen. Meningen med CAPM-modellen er, at det kun er den del af risikoen, som ikke kan elimineres ved at eje en veldiversificeret portefølje af aktier, som skal indgå i prisdannelsen af en aktie, også kaldet den systematiske risiko. Den del af risikoen, som kan bortdiversificeres og skyldes specifikke forhold i den enkelte virksomhed, kaldes den usystematiske eller tilfældige risiko. Tolkningen af den systematiske risiko, beta, fremgår af figur 15<sup>119</sup>:

**Figur 15: Tolkning af beta**

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

Kilde: Petersen, Christian V. "Regnskabsanalyse", side 218

Gennem adgang til Reuters virksomhedsdatabase indhentes den beregnede betaværdi på DSV, der er sammenholdt med de resterende aktier i OMXC20. Betaværdien er opgjort til 1,33 og den er opgjort som en "Unleveraged", hvilket indebærer, at den ugearede betaværdi skal geares med DSVs pågældende langsigtede kapitalstruktur, der er beskrevet ovenfor i kapitel 14.1.1., for at estimere den systematiske risiko ved hjælp af følgende betarelation<sup>120</sup>:

<sup>119</sup> FSR: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele", side 55

<sup>120</sup> Petersen, Cristian, V. mfl. : "Regnskabsanalyse ", Side 224 - 226

$$\beta_{ek} = \beta_u + (\beta_u - \beta_d) * D/EK$$

Hvor

$\beta_{ek}$  = Egenkapitalens systematiske risiko (gearet beta)

$\beta_u$  = Aktivernes systematiske risiko/driftsmæssig risiko (ugearet risiko)

$\beta_d$  = Gældens systematiske risiko

D/EK = Virksomhedens kapitalstruktur (gæld/egenkapital)

I praksis udledes  $\beta_u$  ofte under antagelse om, at  $\beta_d$  er lig med nul, hvis  $\beta_d$  antages at være lig med nul kan ovenstående betarelation i stedet vises som  $\beta_{ek} = \beta_u * (1 + D/EK)$ <sup>121</sup>. DSVs gearede betaværdi kan således, ud fra den langsigtede kapitalstruktur med en egenkapitalandel på 55 % og nettofinansielle forpligtelser på 45 %, estimeres til  $1,33 * (1 + 9/20) = 1,93$ .

Problemet ved at anvende en beregnet betaværdi på et børsnoteret selskab er, at betaværdien ofte er estimeret med udgangspunkt i den historiske (ex-post) kursudvikling for virksomheden og aktiemarkedet. Da en værdiansættelse er baseret på fremtidige forhold, vanskeliggør det brugen af ovenstående beregnede betaværdi på 1,93. For at kunne bruge den beregnede betaværdi, forudsættes det således, at såvel den driftsmæssige som den finansielle risiko er uændret over tid, hvilket ikke er tilfældet for DSV, der igennem årene har ændret deres driftsmæssige og finansielle risiko blandt andet ved opkøb af andre selskaber<sup>122</sup>.

Et alternativ til ovenstående beregning af betaværdien er at bruge ”Common sense” metoden. Metoden tager udgangspunkt i den forståelse, der er opnået af virksomheden i forbindelse med den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Dette kan gøre det muligt, at vurdere DSV i forhold til markedet generelt. Vurderes den samlede risiko at være større end markedet, bør beta være større end én og tilsvarende lavere, såfremt den samlede risiko vurderes at være mindre end markedet

---

<sup>121</sup> FSR: ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele”, side 57 - 58

<sup>122</sup> FSR: ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele”, side 56

generelt. I tabel 12 er der et eksempel på, hvorledes vurderingen af den driftsmæssige og finansielle risiko kan estimeres til et beta estimat<sup>123</sup>:

**Tabel 15: Beta estimat**

Driftsmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4-0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6-0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6-0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15-1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85-1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15-1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4 +

Kilde: FSR (2002)

### 15.1.7. Driftsmæssig risiko

Ud fra den strategiske analyse er det muligt, sammen med rentabilitetsanalysen, at vurdere DSVs nuværende og fremtidige driftsmæssige risiko. DSV er som transport- og logistikvirksomhed afhængig af udviklingen i konjunkturer og af den økonomiske vækst, da disse faktorer påvirker mængden af gods, der skal transporteres, samt benyttelse af outsourcing angående lagerlogistik. Denne afhængighed resulterer i en høj driftsmæssig risiko, men DSV har, gennem outsourcing til underleverandører, formået at opbygge en forretningsmodel, der indebærer fleksibilitet. DSV er derfor ikke nødsaget til at foretage store kapitalanbringelser i driftsmateriel, og kan således forholdsvis hurtigt omstille og tilpasse sig til ændrede markedsforhold. Dette er med til, at reducere den driftsmæssige risiko fra høj til neutral.

DSV opererer i en branche, der er påvirket af hård konkurrence. DSV har dog, trods hård konkurrence i branchen, fordel af ikke, at være afhængig af få kunder, da deres omsætning er spredt

<sup>123</sup> FSR: ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele”, side 59

ud på mange kunder, markeder og segmenter. DSV har som følge af deres forretningsmodel og størrelse den styrke, at de ikke er afhængige af enkelte leverandører, da deres leverandører ofte er mindre end DSV, og udbuddet af leverandører er stort, og der er hård konkurrence leverandørerne imellem.

Branchen og DSV er ikke væsentlig påvirket af risikoen for substituerende ydelser selvom muligheden for, at transportere gods via jernbanen foreligger.

Risikoen for at det materiel, der bruges til at levere de tjenesteydelser, som DSV tilbyder, bliver forældet er forholdsvis begrænset. Selvom der sker en teknologisk udvikling på området, er det ikke et krav at materiellet udskiftes som følge af teknologiske opdateringer. Da DSV yderligere har outsourcet hovedparten af denne del af ydelsen, er risiko tilsvarende formindsket.

Den samlede vurdering af den driftsmæssige risiko er, på baggrund af ovenstående, vurderet til neutral.

#### **15.1.8. Finansiell risiko**

DSV har, som følge af de store opkøb, været nødsaget til at hente kapital på lånemarkedet, hvilket har forøget selskabets finansielle gearing, samt selskabets eksponering overfor udsving i renteniveauet. Selskabets lån er optaget i DKK og EUR, og hovedparten af lånene skal tilbagebetales indenfor en kortere årrække og har en variabel rente<sup>124</sup>. DSV har som følge af, at selskabets lån er optaget i DKK og EUR ikke en stor valutarisiko. Den korte løbetid og den variable forrentning medfører en høj renterisiko og en risiko for ikke, at kunne overholde betalingsforpligtelserne overfor långivere, såfremt selskabet ikke formår at genere positive cash flows til at afdrage på gælden. DSV har i 2009 gennemført en kapitalforhøjelse, for at indhente kapital på aktiemarkedet til at afdrage på deres gæld. Selskabet har igennem deres kapitalforhøjelse forbedret risikobilledet, men har forsat en høj finansiell risiko. Selvom der er budgetteret med, at selskabet i fremtiden vil opnå positive cash flows, vurderes det, på baggrund af det nuværende gælds niveau, at den finansielle risiko er høj, men ikke alarmerende høj.

---

<sup>124</sup> DSV's årsrapport 2008, side 54

På baggrund af vurderingerne af den driftsmæssige og finansielle risiko vurderes den samlede risiko ud fra tabel 15 i niveauet 1,15-1,4. Betaværdien er fastsat til 1,20, da det vurderes, at den finansielle risiko efter kapitalforhøjelsen er lavere end før kapitalforhøjelsen, og at selskabet ved egenindtjening i budgetperioden kan nedbringe risikoen yderligere. Den finansielle risiko er i henhold til ovenstående i budgetperioden fortsat vurderet høj, men i nærheden af neutral. Den driftsmæssige risiko er generelt høj, men DSV har formået, at afdække den driftsmæssige risiko, og ud fra det er risikoen vurderet til neutral.

Forskellen mellem den fastsatte betaværdi på 1,20 efter "common sense" metoden og den beregnede betaværdi på 1,93 kan muligvis forklares ved DSVs mange opkøb af virksomheder gennem tiden, samt at opkøbende ofte har været lånefinansieret og medført en væsentlig gearing af virksomheden. Men da værdiansættelsen imidlertid er baseret på fremtiden og forventningerne hertil, så anses den fastsatte betaværdi på 1,20 som værende den mest korrekte.

#### **15.1.9. Markedsporteføljens risikopræmie**

Risikopræmien er det generelle markedsrisikotillæg, som investor kræver for at investere i aktier i forhold til den risikofri rente<sup>125</sup>. Præmien skal således opveje den risiko, som investor påtager sig, når der investeres i virksomhedens aktie frem for alternative investeringsmuligheder i eksempelvis den 10-årige statsobligation, der bruges i forbindelse med estimering af den risikofri rente. Inde for den finansielle sektor er der større uenighed om, hvordan markedsporteføljens risikopræmie skal beregnes. Koller m.fl. er af den opfattelse, at markedsporteføljens risikopræmie bør være inde for et niveau på 4,5 % til 5,5 % med udgangspunkt i det amerikanske marked<sup>126</sup>. PriceWaterhouseCoopers (PWC) har foretaget en undersøgelse på det danske marked gennem syv år med afslutning i januar 2005 af niveauet på risikopræmien. Den vægtede gennemsnitlige markedsrisikopræmie har i perioden fra 1998 til 2004 været mellem 3,8 % og 4,6 %, og udgjorde ved afslutningen af undersøgelsen i januar 2005 4,5 %<sup>127</sup>.

---

<sup>125</sup> FSR: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele", side 59

<sup>126</sup> Koller m.fl. "Valuation", side 312

<sup>127</sup> [www.pwc.dk](http://www.pwc.dk) – Prisfastsættelse på aktiemarkedet

Det kan diskuteres, hvorvidt den finansielle krise og de heraf afledte ustabile aktiemarkeder, skulle medføre en højere risikopræmie. Men det vurderes, at den finansielle krise har passeret den kritiske fase, og at markederne generelt er ved at stabilisere sig. Endvidere er det valgt, at bibeholde niveauet fra PWC's undersøgelse på 4,5 %, da værdiansættelsen er baseret på fremtidige langsigtede betragtninger.

Ud fra ovenstående kan DSVs ejerafkastkrav estimeres til følgende:

$$K_e = 3,49 + 1,20 * 4,5 = 8,89$$

Efter estimering af afkastkravet fra indskydere af fremmedkapital og ejernes afkastkrav kan WACC fastsættes til følgende:

$$WACC = 0,55 * 8,89 + 0,45 * 4,379 = 6,86$$

Da der i WACC indgår en række estimerede faktorer, der er forbundet med usikkerhed, er den beregnede WACC ikke et udtryk for, hvad WACC reelt er, da WACC kan variere alt efter hvordan analytikere, aktionærer og andre med interesser indenfor værdiansættelsen af DSV, vurderer de enkelte faktorer, der indgår i beregningen af WACC. Den beregnede WACC er baseret på en vurdering af de enkelte faktorer, der indgår i WACC. Der er på baggrund af de usikkerheder, der indgår i vurderingerne foretaget en følsomhedsanalyse, der skal give en indikation om hvor følsom værdiansættelsen er, hvis WACC ændres.

## **15.2. Værdiansættelse med DCF-modellen**

DCF-modellen anvendes til beregning af værdiansættelsen af DSV. DCF-modellen tager, som tidligere beskrevet i metodeafsnittet, udgangspunkt i de tilbagediskonterede frie cash flows for den 6-årige budgetperiode tillagt en terminalværdi, som skal kunne forklare udviklingen efter budgetperioden. Problemet ved anvendelsen af DCF-modellen er, at terminalværdien udgør den største del af den beregnede virksomhedsværdi, hvilket er forbundet med betydelig usikkerhed.

I det foregående afsnit, omhandlende budgetteringen, er det beskrevet under hvilke forudsætninger, det forventes, at DSV vil udvikle sig økonomisk.

Markedsværdien af DSV, der er beregnet ud fra DCF-modellen, fremgår af tabel 16. Der henvises til bilag 9-11 for en mere specificerede beregning.

**Tabel 16: Værdiansættelse af DSV efter DCF-modellen**

Samlet PV af budgetperioden	4.466
PV af terminalværdi	29.845
Virksomhedens værdi i mio. kr. (værdi af NDA)	34.311
Bogført værdi af NFF i mio. kr.	9.915
Værdi af egenkapital i mio. kr.	24.396
Værdi af minoritetsinteresser i mio. kr.	478
Værdi af egenkapital, moder	23.918
Antal aktier i mio. stk.	209,15
<b>Værdi pr. aktier</b>	<b>114,360</b>

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabel 16, udgør værdien af DSV 23.918 mio. DKK – svarende til en aktiekurs på 114,36 DKK.

### 15.3. Værdiansættelse med RI-modellen

Anvendes RI-modellen til beregning af værdiansættelsen af DSV, tages der, som tidligere beskrevet i metodeafsnittet, udgangspunkt i den bogførte egenkapital primo, målingsperioden og det fremtidige overnormale afkast for den 6-årige budgetperiode. Ved anvendelsen af RI-modellen er det i lighed med DCF-modellen terminalværdien, der udgør en stor del af den beregnede virksomhedsværdi. Men da modellen tager udgangspunkt i egenkapitalen primo, udgør terminalværdien et væsentlig mindre beløb i forhold til DCF-modellen.

Markedsværdien af DSV, der er beregnet ud fra RI-modellen, fremgår af tabel 17. Der henvises til bilag 9-10 og bilag 12 for den mere specificerede beregning.

**Tabel 17: Værdiansættelse af DSV efter RI modellen**

NDA	13.772
Samlet PV af budgetperioden	1.314
PV af terminalværdi	19.226
Virksomhedsværdi	34.311
Bogført værdi af NFF	9.915
Værdi af egenkapital	24.396
Værdi af minoritetsinteresser	478
Værdi af egenkapital, moder	23.918
Antal aktier i mio. stk.	209,15
<b>Værdi pr. aktie</b>	<b>114,360</b>

*Kilde: Egen tilvirkning*

Som det fremgår af tabel 17, udgør værdien af DSV, som det også var tilfældet ved DCF-modellen, 23.918 mio. DKK – svarende til en aktiekurs på 114,36 DKK.

Resultatet af de to modeller er således det samme, selvom værdiansættelsesteknikkerne er forskellige.

#### **15.4. Følsomhedsanalyse**

I forbindelse med udarbejdelse af en værdiansættelse af en virksomhed er der mange usikkerhedsmomenter, der gør sig gældende. For at kunne vurdere følsomheden af værdiansættelsen er det valgt at lave en følsomhedsanalyse. I dette afsnit forsøges det, at foretage en række følsomhedsanalyser af værdiansættelsen for at kunne vurdere, hvor følsom den er over for ændringer i de finansielle værdidrivere. Specielt undersøges de to værdidrivere OGSalg og AOH over for ændringer i WACC, eftersom det umiddelbart er disse værdidrivere, som vil ændre sig mest.

Som de udarbejdede budgetter viser, er værdiansættelsen forbundet med betydelige skøn over fremtidige pengestrømme, hvilket i sig selv skaber usikkerhed. Ligeledes er fastsættelsen af WACC forbundet med usikkerhed, dels vil den WACC, der er beregnet kunne ændre sig i budgetperioden, og dels har forskellige investorer forskellige risikoholdninger. Hvorfor det er relevant, at supplere



de foretagende værdiansættelser med en følsomhedsanalyse, som viser, hvordan aktiekursen ændres, når WACC, OGsalg og AOH ændres.

I tabel 18 ses følsomhedsanalysen af overskudsgraden sammenholdt med WACC:

**Tabel 18: Udvikling i EV ved ændring i WACC og OGsalg**

WACC	OG ændring i forhold til budget				
	-10 %	-5 %	Budget	5 %	10 %
6,26 %	27.460	31.149	34.837	38.526	42.215
6,46 %	23.840	27.165	30.491	33.817	37.143
6,66 %	20.860	23.887	26.914	29.941	32.968
6,86 %	18.364	21.141	23.918	26.695	29.472
7,06 %	16.244	18.080	21.373	23.937	26.502
7,26 %	14.420	16.802	19.183	21.565	23.947
7,46 %	12.834	15.057	17.280	19.503	21.726

Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 18 viser, at DSV er mest følsom over for ændringer i WACC, eftersom udsvingene i WACC giver større udsving i værdien af DSV. Hvis WACC fastholdes, og OGsalg ændres, er forskellen ikke så stor som med WACC. Hvis f.eks. budgettet fastholdes, men WACC ændres, så fås en virksomhedsværdi af DSV på mellem 34.837-17.280 mio. DKK. Hvorimod hvis OGsalg ændres, men WACC fastholdes på 6,86 %, så vil værdien af DSV være mellem 18.364-29.472 mio. DKK.

Det kan konstateres, at værdiansættelsen er yderst følsom overfor ændringer. Hvis DSV påvirkes, således at deres OGsalg falder med 5 % point i forhold til det budgetterede, vil det indebære en væsentlig ændring af værdien af DSV, men stiger deres OGsalg, vil det kunne skabe mere værdi for aktionærene. Hvis WACC derimod ændrer sig, som følge af f.eks. forskellige risikoprofiler hos forskellige investorer, medfører det meget for DSVs markedsværdi.

Da AOH er en vigtig værdidriver, i forbindelse med værdiansættelsen, er det valgt at opstille forskellige scenarier for 1/AOH for, at vurdere denne finansielle værdidriver. Igen er dette sat over for WACC, hvilket kan ses i tabel 19.

**Tabel 19: Udvikling i EV ved ændring i WACC og 1/AOH**

WACC	Ændring i 1/AOH				
	-10%	-5%	Budget	5%	10%
6,26%	38.826	36.831	34.837	32.843	30.849
6,46%	34.201	32.346	30.491	28.636	26.781
6,66%	30.964	28.654	26.914	25.174	23.434
6,86%	27.205	25.562	23.918	22.274	20.631
7,06%	24.496	22.934	21.373	19.811	18.249
7,26%	22.166	20.674	19.183	17.692	16.201
7,46%	20.139	18.710	17.280	15.850	14.421

Kilde: Egen tilvirkning

I lighed med ovenstående kan det konstateres, at det er WACC, der har størst betydning for ændringer i virksomhedens værdi. At AOH falder, betyder at der skabes mere værdi for DSV. Beregningerne er yderst følsomme overfor selv små ændringer i forudsætningerne.

Det kan gennem følsomhedsanalysen konkluderes, at værdiansættelsen er yderst følsom. Hvis det forsøges, at bestemme et kursmål ud fra de lysere farvede områder i ovenstående tabeller, vil der fås en aktiekurs som ligger indenfor 86-143 DKK pr. aktie. Det relative store spænd illustrerer, hvor følsom en værdiansættelse er.

### 15.5. Sammenligning af værdiansættelse med multipler

I dette afsnit sammenlignes værdiansættelsen med multiple. Dette gøres for, at vurdere om den estimerede værdi af DSV er over- eller undervurderet.

Multiplerne anvendes i en analyse, hvor de sammenlignes med multipler offentliggjort i andre virksomheder som normtal<sup>128</sup>. Ved udarbejdelsen af analysen af multiple inddrages virksomheder, der er sammenlignelige med DSV<sup>129</sup>. Det betyder, at de virksomheder, der inddrages i analysen skal være indenfor samme branche, med samme vækstmuligheder, rentabilitet samt have samme regnskabspraksis. I analysen er det valgt, at inddrage de fire multipler: P/E, P/S, P/B og EV/EBITDA. For at få et tilgængeligt datamateriale, der ikke nødvendiggør en udarbejdelse af

<sup>128</sup> Elling, Jens O. mfl. "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", side 59

<sup>129</sup> Koller, mfl. "Valuation", side 376

---

estimer for fremtiden, for de sammenlignelige selskaber, er det valgt, at lægge deres årsrapporter for 2009 til grund for beregningen af multiplerne.

Nøgletallet P/E angiver forholdet mellem kursen på en aktie og selskabets overskud. Sammen med nøgletallet EV/EBITDA, som angiver forholdet mellem virksomhedens værdi og EBITDA, medtages begge nøgletal i sammenligningen. Begge nøgletal giver en indikation om virksomhedens værdi i forhold til indtjening.

Nøgletallet P/S angiver forholdet mellem kursen på en aktie og selskabets omsætning. P/S giver et mere stabilt billede end P/E, da overskud kan være svingende, og samtidigt er P/S mindre følsom overfor forskelle i regnskabspraksis. Problemet ved denne multiple er, at der ikke nødvendigvis er en sammenhæng mellem høje vækstrater og høj indtjening. Da transportbranchen selv bruger deres omsætning som en indikator på størrelsen af deres forretning, vurderes multiplen til at være en god værdiindikator.

Nøgletallet P/B angiver forholdet mellem kursen på en aktie og selskabets bogførte værdi af egenkapitalen. Dette nøgletal medtages i vurderingen, for at kunne indikere hvor værdien af DSVs bogførte egenkapital lægger, i forhold til de andre sammenlignelige virksomheder.

De selskaber i Europa, der ligner DSV mest, er de to schweizisk baserede selskaber Kuehne + Nagel og Panalpina Welttransport. Selskaberne opererer i lighed med DSV indenfor samme branche og markeder, hvorfor det antages, at vækstmuligheder er ens. Selskaberne benytter som DSV også den internationale regnskabspraksis IFRS. At selskaberne benytter samme regnskabspraksis, betyder ikke, at de forskellige regnskabsposter behandles ens, da f.eks. afskrivningspolitikker og forudsætninger for impairmenttest kan være forskellige. Men da dette kræver et dybere kendskab til de enkelte selskaber, er det forudsat i analysen, at regnskabspraksis er sammenlignelig.

**Tabel 20: Sammenligning af prismultiple med sammenlignelige selskaber**

	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
	2009	2009	2009	2009
Kuehne + Nagel International AG	27,08	0,74	5,49	12,65
Panalpina Weltransport AG	205,41	0,62	5,28	40,02
Gennemsnit	116,25	0,68	5,39	12,65
DSV A/S ved kurs på 114	116,11	0,65	4,33	10,37
Indikeret pris i forhold til sammenlignelige virksomheder	114	119	142	140

Kilde: Egen tilvirkning

For at kunne bruge multiplen EV/EBITDA, er det nødvendigt, at justere EBITDA for ikke operationelle omkostninger. Da alle selskaber i sammenligningen har væsentlige operationelle leasingforpligtelser, justeres EBITDA for de renteomkostninger, der ligger implicit i de operationelle leasingomkostninger<sup>130</sup>. Dette gøres ved at beregne renteomkostninger i forhold til de leasingforpligtelser, der fremgår af noterne i regnskaberne.

2009 har været et hårdt år for transportvirksomheder, og specielt Panalpina har været meget hårdt ramt. I deres årsrapport for 2009, som lægger til grund for beregningerne, er dækningsgraden faldet væsentlig i forhold til tidligere år. Derfor er den beregnede EV/EBITDA for Panalpina markant højere end hos de to andre selskaber. Som følge af udsvingene er rentabiliteten ikke sammenlignelig i Panalpina i forhold til de andre virksomheder. Hvorfor multiplen for Panalpina EV/EBITDA tilsidesættes i vurderingen af værdiansættelsen med DSV. På den baggrund er det valgt kun, at sammenligne DSV med Kuehne + Nagel, da det vil give en kursværdi på 140 for DSV aktien.

På samme måde er nøgletallet P/E for både DSV og Panalpina meget høje i forhold til Kuehne + Nagel. Dette skyldes mindre overskud hos DSV og Panalpina i forhold til tidligere år. Grunden til

<sup>130</sup> Koller, mfl. "Valuation", side 381

---

DSVs mindre overskud er, udover særlige omkostninger i forbindelse med sammenlægningen med ABX LOGISTICS, den finansielle krise, samt højere finansielle omkostninger. Derfor er det valgt ikke, at inddrage multiplen i vurderingen.

I transportbranchen bruges omsætningen ofte til, at indikere størrelsen af selskaberne. Som det ses i tabel 17, ligger P/S værdien indenfor samme område. Det indikerer, at den pris, som er beregnet under værdiansættelsesafsnittet, ligger tæt op af, hvad markedet værdiansætter lignende konkurrenter til. Det kan påpeges, at værdiansættelsen af DSV ligger lidt lavere, end hvad tilsvarende virksomheder handles til, da DSVs P/S ligger lavere end de to schweiziske konkurrenters.

På samme måde har begge konkurrenter en højere P/B end DSV. Dette betyder, at markedet er klar til at betale mere for de to sammenlignelige selskaber, end den markedsværdi, som er beregnet under værdiansættelsesafsnittet.

Som det ses i tabel 20, er aktiekursen højere, hvis der sammenlignes med de to konkurrerende selskaber. Dette kan indikere, at den estimerede markedsværdi af DSV er for lav sammenlignet med beregningerne i tabel 20.

Begrænsninger ved anvendelse af multiple er, at der ikke opnås et indblik i de bagvedliggende faktorer, som bl.a. den strategiske analyse tilvejebringer. Multipler kan ofte fejltolkes, hvorfor de skal benyttes med omhu og forsigtighed.

## 16. KONKLUSION

Gennemgangen af den strategiske analyse, regnskabsanalysen og værdiansættelsen har dannet grundlag for en besvarelse af den oprindelige problemstilling, samt underliggende problemstillinger.

### Strategisk analyse

Udsving i konjunkturer påvirker transportsektoren væsentligt, hvorfor det er vigtigt, at den fremtidige udvikling i realvæksten er positiv. Transportsektoren er præget af hård konkurrence som følge af forholdsvis lave adgangsbarrierer. Den hårde konkurrence medfører lave indtjeningsmarginale, hvorfor det er vigtigt for aktørerne i branchen at kunne omstille sig til de givne markedsforhold.

De europæiske politikeres ønske om at benytte flere miljørigtige transportformer, som f.eks. jernbaner, kan udgøre en trussel for DSV. DSV har ikke transport af gods via jernbane som en del af deres ydelser. DSVs konkurrenter tilbyder, i modsætning til DSV, transport af gods via jernbaner, hvilket kan medføre en tabt merindtjening for DSV.

Muligheden for eventuel brug af modulvogntog i Europa i fremtiden, vil være vigtigt for DSV, da det kan medføre, at DSV kan opnå besparelser i forbindelse med transport af gods. Et modulvogntog har den fordel, at det kan medbringe væsentlig større volumen i forhold til en normal lastvogn.

Den helt centrale styrke i DSVs forretningsmodel bygger på politikken om at leje frem for at eje. Styrken ved denne model er, at virksomheden har bedre forudsætninger for at opretholde sin overskudsgrad, også i tilfælde af en lavkonjunktur, som den nuværende markedssituation. Det at DSV ikke er afhængig af få store kunder og få leverandører er ligeledes en styrke. Hos virksomheden er omsætningen fordelt på mange kunder, indenfor en lang række kundesegmenter. På samme måde er sammensætningen af leverandørerne med til at sikre, at DSV ikke bliver presset på priserne.

DSVs internationale netværk er en vigtig parameter, for såvel Road som Air & Sea, da det sikrer en mere effektiv udnyttelse af kapaciteten. DSV kan sikre en optimal udnyttelse af kapaciteten ved at være fysisk tilstede samt gennem samarbejdspartnere.

### **Regnskabsanalyse**

ROE har i analyseperioden udviklet sig positivt, fra en forrentning på 20,82 % i 2005 til 33,77 % i 2008. Den positive udvikling skyldes, at den øgede finansielle gearing har påvirket ROE positivt, da DSV har formået, at opretholde en høj afkastningsgrad og indtil videre holdt netto lånerenten på et fornuftigt niveau.

ROIC har igennem analyseperioden ligget på et niveau mellem 12 % til 14 %. Nøgletallet er påvirket af opkøbene af Frans Maas og ABX LOGISTICS. I forbindelse med opkøbene er der, udover overtagelse af driftsaktiver og driftsforpligtelser, betalt en goodwill. Goodwillen har forøget nettodriftsaktiver yderligere i forhold til den meromsætning opkøbene har skabt. Forøgelsen af nettodriftsaktiver har påvirket udviklingen i AOH negativt, da AOH er faldet fra 4,44 til 3,27, hvilket har påvirket ROIC negativt. Grunden til, at ROIC har bibeholdt et niveau på mellem 12 % til 14 %, skyldes, at overskudsgraden i analyseperioden har udviklet sig positivt fra 3,22 % til 3,95 %. Udviklingen i overskudsgraden skyldes, at DSV har formået at forbedre deres bruttoavance gennem analyseperioden.

Den finansielle gearing er i analyseperioden steget fra 0,61 til 2,12. Dette skyldes, at de virksomhedsopkøb som DSV har foretaget i analyseperioden, er finansieret gennem låneoptagelse via kreditinstitutter. Da opkøbet af ABX LOGISTICS først er foretaget i andet halvår af 2008, kan det medføre en fremtidig forringelse af netto lånerenten. Den høje finansielle gearing kan resultere i en dårligere forrentning af ROE, hvis ROIC falder og netto lånerenten stiger. Endvidere medfører den forøgede finansielle gearing en øget finansiell risiko, da DSV er mere eksponeret overfor udsving i renteniveauet.

### **Værdiansættelse**

På baggrund af de opstillede forventninger omkring fremtidig indtjening i DSV, er der ved hjælp af de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller, DCF-modellen og RI-modellen, estimeret en kursværdi af DSV. Værdiansættelsen viser, at ud fra forudsætninger i budgettet, er det realistiske

estimat af virksomhedens værdi 23.918 mio. DKK, eller 114 DKK per aktie. Ved følsomhedsanalysen fremgår det, at den realistiske markedsværdi af DSV ligger i intervallet 18.080-29.941 mio. DKK eller en kurs pr. aktie på mellem 86-143 DKK. Den officielle kursværdi den 16. april 2010 var på 104 DKK, som ligger i den lavere ende af intervallet. På den baggrund vurderes det, at der er potentiale for positiv udvikling i værdien af DSV.

Sammenlignes værdiansættelsen fra DCF-modellen og RI-modellen med den relative værdiansættelse med multipler, hvor der sammenlignes multipler fra lignende virksomheder i transportbranchen, så er vurderingen, at DSV er forholdsvis undervurderet. Den nuværende kursværdi er i den lavere ende af følsomhedsanalysen samtidig med, at den strategiske analyse viser, at DSV er en omkostningsflexibel virksomhed på transportmarkedet. Dermed vurderes det, at kursværdien har grundlag for at stige fremover.



## 17. PERSPEKTIVERING

Når en afhandling skrives, er det et projekt, der strækker sig over en længere tidsperiode. Før forfatterne har sat sig ind i det område, der ønskes undersøgt og gennemført i skriveprocessen, går der hurtigt flere måneder. I løbet af denne periode kan forhold nå at ændre sig, og der kan opstå kontinuerlige situationer og forhold, som med fordel vil kunne inddrages i afhandlingen.

Imidlertid er det nødvendigt at sætte et skæringstidspunkt for, hvornår informations- og dataindsamlingen skal stoppe. Efter denne skæringsdato kan der indtræffe begivenheder, der kan have indflydelse på, hvordan det omhandlede område udvikler sig. Der kan ligeledes indtræffe hændelser, som ville have ændret konklusionen, såfremt de ville have været inddraget i afhandlingen. Det var nødvendigt, at kunne forholde sig til data, uden overvejelser om, hvordan de senere udviklede sig. Hvorfor størstedelen af afhandlingen er baseret på årsrapporten for 2008 og tidligere år.

I forbindelse med denne afhandling er det, som nævnt i afgrænsningen, besluttet at alle finansielle informationer fra DSV, som er kommet efter offentliggørelsen af 3. kvartalsrapport 2009 ikke er inddraget i afhandlingen.

### **Årsrapport 2009**

Da offentliggørelsen af Årsrapport 2009 for DSV, lå tæt på afleveringstidspunktet for afhandlingen, er den ikke medtaget i analysen. Men årsrapporten er dog interessant, hvorfor den vil blive behandlet i dette afsnit.

Ud fra årsrapporten 2009 kan det konstateres, at det har været et turbulent år for DSV. Virksomheden har brugt adskillige ressourcer på at integrere ABX LOGISTICS, og den finansielle krise har i høj grad påvirket det finansielle resultat og koncernen generelt. DSV nævner, at de væsentligste årsager til det dårlige resultat, sammenlignet med tidligere år, er faldende fragtmængder og priser, samt valutakurser og brændstofpriser. Men samtidig slår DSV fast, at deres fokus på omkostningsreduktion og deres outsourcingsstrategi, har betydet, at virksomheden har opnået et tilfredsstillende resultat, markedet taget i betragtning.

Omsætningen er som forventet faldet, som følge af den finansielle krise og lavere fragtvolumen. Årets nettoomsætning endte på 36.085 mio. DKK. Den budgetterede omsætning, som lå til grund for værdiansættelsen var 36.577 mio. DKK i budgetåret 2009. DSV vurderer, at tidligere tiders stigninger i nettoomsætningen ikke forventes at forekomme i samme niveau i fremtiden, men der forventes en organisk vækst på mellem 3-7 %. Væksten på mellem 4-5 % i budgettet, vurderes på den baggrund som realistisk.

DSV har været dygtige til at tilpasse deres forretning til de ændrede markedsforhold, selvom flere analytikere har den opfattelse, at DSV betalte en overpris for ABX LOGISTICS. Jyske Banks analytiker Lars Terp Paulsen vurderer, at selskabet ikke vil købe nye virksomheder op i den nærmeste fremtid, men at DSV i stedet vil have fokus på deres kunder og konsolidering af virksomheden, ganske som budgetteret<sup>131</sup>.

Fokus på at holde omkostningerne nede har betydet, at DSV i 2009 har opnået et EBIT på 1.015 mio. DKK svarende til ca. 40 % mere end det budgetterede. Dette vil dog ikke have indflydelse på værdiansættelsen, da forventningerne om, at nå tidligere tiders overskudsgrad er indregnet i værdiansættelsen.

Det vurderes, at DSV er kommet fornuftigt igennem 2009, markedet taget i betragtning. Informationerne fra DSVs årsrapport 2009 forventes ikke, at kunne ændre afhandlingens konklusion væsentligt. Konklusionen på værdiansættelsen af DSV, vil derfor fastholdes på DKK 114 pr. aktie.

---

<sup>131</sup> Børsen ”Omkostningsfokus i DSV bærer frugt” 15. marts 2010

## 18. LITTERATURLISTE

### Artikler

Berlingske Tidende, ”Krisens spor på DSV” 5. Januar 2010

Børsen, ”Omkostningsfokus i DSV bærer frugt”, 15. Marts 2010

Plenborg, Thomas ”Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model?”, Ledelse og erhvervsøkonomi 4/2008

### Bøger:

Andersen, Ib: ”Den skinbarlige virkelighed”, 3. Udgave, Forlaget Samfundslitteratur 2005

Elling, Jens O. og Sørensen, Ole: ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, 2. udgave, Gjellerup, 2005

Deloitte, ”Introduktion til IFRS”, 2005

FRS: ”Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele”, Rådgivningsudvalget december 2002

Gorman, G.E. og Clayton, Peter ”Qualitative Research for the information Professional”, second edition, Facet Publishing, 2005.

Grant, Robert M.: ”Contemporary Strategy Analysis”, Sixth Edition, Blackwell Publishing, 2008

Hansen, Erik: ”Strategisk Projektstyring”, 1. udgave, Samfundslitteratur, 2002

Johnson, Gerry. Mf.: ”Exploring Corporate Strategy”, Sixth Edition, FT Prentice Hall, 2002

Koller, Tim, m.fl.: ”Valuation”, Fourth Edition, McKinsey & Company, 2005

Plenborg & Petersen: ”Regnskabsanalyse for beslutningstagere”, 1 udgave/2. oplag, Forlaget Thomson, 2007

### Rapporter:

May, Graham ”Transport in Europe: where are we going” Foresight 2005

EU – Kommissionen ”Hvidbog: Den europæiske transportpolitik frem til 2010” forelagt 2001

Deutsche Bank ”DSV” Global Market Research, maj 2009

ING – Wholesale Banking ”DSV – The Nordic no-nonsense machine”, Equity Markets, juni 2009

Nordea “Økonomisk Perspektiv – september 2009”

Nordea “Økonomisk Perspektiv – Januar 2010”

DTL “Konjunktur undersøgelse af vognmandserhvervet I Danmark 2008” juni 2009  
Institut for fremtidsforskning, ”Fremtidens godstransport”, september 2002

**Internet i øvrigt:**

[www.business.dk](http://www.business.dk)

Berlingske Business.dk

[www.epn.dk](http://www.epn.dk)

Jyllandsposten erhverv

[www.borsen.dk](http://www.borsen.dk)

Børsen

[www.euoinvestor.dk](http://www.euoinvestor.dk)

EuroInvestor - aktiemarkedet

[www.dtl.dk](http://www.dtl.dk)

Dansk Transport og Logistik - Organisation for transport  
branchen

[www.europa.eu](http://www.europa.eu)

Internetportal til Europa

[www.six-swiss-exchange.com](http://www.six-swiss-exchange.com)

Fondsbørsen i Schweiz

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

Bloomberg

[www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

Danmarks Nationalbank

[www.retsinformation.dk](http://www.retsinformation.dk)

Danmarks love

[www.shareholders.dk](http://www.shareholders.dk)

Dansk Aktionær Forenings hjemmeside

[www.ec.europa.eu/eurostat](http://www.ec.europa.eu/eurostat)

Europæiske Statistik Bank

[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

Selskab for kreditvurdering

Andet: Amadeusdatabasen (CBS)

**DSV A/S:**

[www.dsv.dk](http://www.dsv.dk)

Herunder blandt andet:

- DSV årsrapport 2005-2008
- Halvårsrapport for 1. halvår 2009
- Kvartalsrapport for 3. Kvartal 2009
- DSV Moves Nr. 1/08 – Nr. 4/09
- Selskabsmeddelelser fra nr. 314 – nr. 348

---

## 19. Bilagsoversigt

Bilag 1 – Reformuleret egenkapitalopgørelse

Bilag 2 – Reformuleret resultatopgørelse

Bilag 3 – Reformuleret balance

Bilag 4 – Reformuleret pengestrømsopgørelse

Bilag 5 – Rentabilitets analyse

Bilag 6 – Budgettering af vækst

Bilag 7 - Budgettering af OGSalg

Bilag 8 – Budgettering af AOH

Bilag 9 – Værdiansættelse - DO

Bilag 10 – Værdiansættelse - NDA

Bilag 11 – Værdiansættelse efter Discounted Cashflow modellen

Bilag 12 – Værdiansættelse efter Residual Indkomst modellen

Bilag 13 – Regnskabstal til kreditrating

## Bilag 1 – Reformuleret egenkapital opgørelse

Reformuleret egenkapitalopgørelse (Mio. DKK)	2008	2007	2006	2005	2004
Primo saldo officiel	3.457	3.699	3.212	3.107	2.298
Deklaret udbytte for året før	0	0	0	0	0
<b>Primo Saldo korrigeret</b>	<b>3.457</b>	<b>3.699</b>	<b>3.212</b>	<b>3.107</b>	<b>2.298</b>
<b>Transaktioner med ejere</b>					
Udloddet udbytte	-50	-50	-54	-172	-46
Udbytte egne aktier	4	1	4	14	2
Køb & salg af egne aktier, netto	-581	-1.222	-163	-825	-287
Kapitalforhøjelse inkl. Overkurs	0	0	2	395	74
Aktiebaseret vederlæggelse	16		0	0	0
	<b>-611</b>	<b>-1.271</b>	<b>-211</b>	<b>-588</b>	<b>-257</b>
<b>Totalindkomst</b>					
Årets resultat - minus minoritetsinteresser	1.227	1.067	677	658	1.083
Valutakursreguleringer	-40	-70	-29	37	-15
Sikringsinstrumenter	-189	11	16	6	2
Øvrige egenkapitalreguleringer	-36	21	34	-8	-4
	<b>962</b>	<b>1.029</b>	<b>698</b>	<b>693</b>	<b>1.066</b>
<b>Ultimo saldo</b>	<b>3.808</b>	<b>3.457</b>	<b>3.699</b>	<b>3.212</b>	<b>3.107</b>

## Bilag 2 – Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse	Mio. DKK				
	2008	2007	2006	2005	2004
Nettoomsætning	37.435	34.899	31.972	23.015	18.092
Direkte omkostninger	29.260	27.195	25.068	18.348	14.229
<b>Bruttofortjeneste</b>	<b>8.175</b>	<b>7.704</b>	<b>6.904</b>	<b>4.667</b>	<b>3.863</b>
Andre eksterne omkostninger	1.843	1.862	1.737	1.090	896
Personale omkostninger	3.994	3.716	3.333	2.245	1.904
Af- og nedskrivninger	402	244	330	209	219
<b>Driftsoverskud fra salg før skat</b>	<b>1.936</b>	<b>1.882</b>	<b>1.504</b>	<b>1.123</b>	<b>844</b>
Skat af årets resultat	377	472	295	288	188
+ skattefordel	81	61	56	18	32
- Skat allokeret til andet driftsoverskud	0	13	81	21	-169
= Skat på driftsoverskud fra salg	458	546	432	327	51
<b>Driftsoverskud fra salg efter skat</b>	<b>1.478</b>	<b>1.336</b>	<b>1.072</b>	<b>796</b>	<b>793</b>
Særlige poster, indtægter	437	102	63	12	574
Særlige poster, omkostninger	-359	-130	-346	-71	-7
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	-3	-7	0	0	-2
Forventet afkast på pensionsaktiver	58	57	48	18	0
Kalkulerede renter vedr. pensionsforpligtelser	-78	-73	-62	-28	0
Valutakursreguleringer, netto	-56	-2	7	-6	-1
<b>Driftsoverkud fra andre poster før skat</b>	<b>-1</b>	<b>-53</b>	<b>-290</b>	<b>-75</b>	<b>564</b>
Skat på andet driftsoverskud	0	-13	-81	-21	169
<b>Driftsoverkud fra andre poster efter skat</b>	<b>-1</b>	<b>-40</b>	<b>-209</b>	<b>-54</b>	<b>395</b>
<b>Driftsoverskud i alt efter skat</b>	<b>1.477</b>	<b>1.296</b>	<b>863</b>	<b>742</b>	<b>1.188</b>
Renteudgifter	388	295	239	87	91
Låneomkostninger	0	0	0	0	43
Renteindtægter	-63	-52	-39	-23	-27
Netto renteomkostninger (NFO) før skat	325	243	200	64	107
Skattefordel	81	61	56	18	32
<b>Netto renteomkostninger (NFO) efter skat</b>	<b>244</b>	<b>182</b>	<b>144</b>	<b>46</b>	<b>75</b>
Totalindkomst før minoritetsinteresser	1.233	1.114	719	696	1.113
Minoritetsinteresser	6	47	42	38	30
<b>Totalindkomst</b>	<b>1.227</b>	<b>1.067</b>	<b>677</b>	<b>658</b>	<b>1.083</b>
Selskabsskatteprocent	25%	25%	28%	28%	30%

### Bilag 3 – Reformuleret balance

Reformuleret balance	2008	2007	2006	2005	2004
<b>Driftsaktiver (DA)</b>					
Goodwill	7.170	4.424	4.252	2.860	2.157
IT-software	270	133	148	99	104
Kunderelationer	866	477	503	121	29
Immaterielle aktiver under udførelse	125	80	33	0	0
Andre immaterielle aktiver	5	0	0	24	26
Grunde og bygninger	4.072	2.940	3.000	1.821	1.635
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	831	681	697	486	418
Materielle aktiver under udførelse	190	174	50	55	107
Kapitalandele i associerede virksomheder	7	7	15	5	6
Andre værdipapirer	39	38	38	11	10
Udskudt skatteaktiv	257	328	262	153	125
Andre tilgodehavender (langfristet)	110	80	95	17	7
Aktiver bestemt for salg	82	121	142	0	0
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	7.356	5.484	5.266	3.649	2.754
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	0	0	0	2	0
Andre tilgodehavender m.v.	1.076	486	560	371	165
Periodiseret omsætning	530	365	491	330	246
Periodeafgrænsningsposter	223	103	103	60	60
Driftslikviditet	374	349	320	230	172
<b>Driftsaktiver (DA) i alt</b>	<b>23.583</b>	<b>16.270</b>	<b>15.975</b>	<b>10.294</b>	<b>8.021</b>
<b>Driftsforpligtelser (DF)</b>					
Udskudt skat	429	300	308	97	71
Pensioner og lignende forpligtelser	810	405	559	348	264
Hensatte forpligtelser (langfristet)	379	178	269	131	128
Andre langfristede forpligtelser	0	0	0	35	8
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	35	81	0	0	0
Leverandørgæld	3.855	3.365	3.098	2.263	1.630
Anden gæld	3.947	2.492	2.659	1.596	1.183
Selskabsskat	68	183	2	78	69
Hensatte forpligtelser (kortfristet)	288	147	81	24	18
<b>Driftsforpligtelser (DF) i alt</b>	<b>9.811</b>	<b>7.151</b>	<b>6.976</b>	<b>4.572</b>	<b>3.371</b>
<b>Netto driftsaktiver (NDA)</b>	<b>13.772</b>	<b>9.119</b>	<b>8.999</b>	<b>5.722</b>	<b>4.650</b>
<b>Netto finansielle forpligtelser (NFF)</b>					
Finansielle forpligtelser langfristet	7.084	4.900	4.604	1.852	485
Finansielle forpligtelser kortfristet	2.973	604	638	702	974
Likvide beholdninger udover driftslikviditet	142	34	87	155	0
<b>Netto finansielle forpligtelser (NFF) i alt</b>	<b>9.915</b>	<b>5.470</b>	<b>5.155</b>	<b>2.399</b>	<b>1.459</b>
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>49</b>	<b>192</b>	<b>145</b>	<b>111</b>	<b>84</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>3.808</b>	<b>3.457</b>	<b>3.699</b>	<b>3.212</b>	<b>3.107</b>



NDA - NFF = EK + MIN	0	0	0	0	0
	2008	2007	2006	2005	
Gns. DA	19.927	16.123	13.135	9.158	
Gns. FA	88	61	121	78	
Gns. DF	8.481	7.064	5.774	3.972	
Gns. FF	7.781	5.373	3.898	2.007	
Gns. Leverandørgæld	3.610	3.232	2.681	1.947	
<hr/>					
Gns. NDA	11.446	9.059	7.361	5.186	
Gns. NFF	7.693	5.313	3.777	1.929	
Gns. MIN	121	169	128	98	
Gns. EK	3.633	3.578	3.456	3.160	

#### Bilag 4 – Reformuleret pengestrømsopgørelse

Reformuleret pengestrømsopgørelse		Mio. DKK			
	2008	2007	2006	2005	
Driftsoverskud	1.477	1.296	863	742	
Netto driftsaktiver ultimo	13.772	9.119	8.999	5.722	
Netto driftsaktiver primo	9.119	8.999	5.722	4.650	
FCF = DO - ændringen i NDA	-3.176	1.176	-2.414	-330	
Reformuleret resultatopgørelse		Mio. DKK			
Metode 1	2008	2007	2006	2005	
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	244	182	144	46	
Netto finansielle forpligtelser, ultimo	9.915	5.470	5.155	2.399	
Netto finansielle forpligtelser, primo	5.470	5.155	2.399	1.459	
Nettodividende (transaktioner med ejerne)	611	1.271	211	588	
Minoritetsinteressernes resultatandel	6	47	42	38	
Minoritetsinteresser, ultimo	49	192	145	111	
Minoritetsinteresser, primo	192	145	111	84	
FCF =	-3.441	1.138	-2.393	-295	
Afvigelse	265	38	-21	-35	
Dirty supplus poster	-265	-38	21	35	
Kontrol	0	0	0	0	

## Bilag 5 – Rentabilitets analyse

<b>Rentabilitet</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
ROE (Egenkapitalens forretning) ROE (TI*100 / Gns. EK)	33,77	29,82	19,59	20,82
<b>Niveau 1</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Afkast på nettodriftsaktiver: ROIC (DO*100 / Gns. NDA)	12,90	14,31	11,72	14,31
Finansiel og driftsmæssig gearing: FGEAR (Gns. NFF / Gns. EK)	2,12	1,48	1,09	0,61
DGEAR (Gns. DF / (Gns. NDA))	0,74	0,78	0,78	0,77
Spread: r (NFO*100 / Gns. NFF)	3,17	3,43	3,81	2,38
SPREAD (ROIC - r)	9,73	10,88	7,91	11,92
<b>Niveau 2</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Dekomponering af ROIC:				
Overskudsgrad: OG (DO*100 / nettoomsætning)	3,95	3,71	2,70	3,22
Nettoaktiver omsætningshastighed: Nettoomsætning / Gns. NDA	3,27	3,85	4,34	4,44
ROIC (afstemning): OG * AOH	12,90	14,31	11,72	14,31
Kontrol	0,00	0,00	0,00	0,00

Niveau 3	2008	2007	2006	2005	
OG drivere i % af salg					
Bruttoavance	21,84	22,08	21,59	20,28	
Andre eksterne omkostninger	-4,92	-5,34	-5,43	-4,74	
Personale omkostninger	-10,67	-10,65	-10,42	-9,75	
Af- og nedskrivninger	-1,07	-0,70	-1,03	-0,91	
OGsalg før skat	5,17	5,39	4,70	4,88	
Skatteomkostninger	-1,22	-1,56	-1,35	-1,42	
OGsalg efter skat	3,95	3,83	3,35	3,46	
Kontrol	0,00	0,00	0,00	0,00	
OG andre poster efter skat	0,00	-0,11	-0,65	-0,23	
OG	3,95	3,71	2,70	3,22	
Kontrol	0,00	0,00	0,00	0,00	
Effektiv skatteprocent	19,5%	25,1%	19,6%	25,6%	
AOH drivere	Dage (360)				
Immaterielle anlægsaktiver	65	0,181	0,144	0,126	0,118
Materielle anlægsaktiver	43	0,119	0,108	0,096	0,098
Finansielle anlægsaktiver	4	0,012	0,012	0,009	0,007
Tilgodehavender fra salg	62	0,171	0,154	0,139	0,139
Andre driftsaktiver	18	0,050	0,044	0,041	0,036
Sum	192	0,532	0,462	0,411	0,398
DA / Omsætning	192	0,532	0,462	0,411	0,398
Kontrol	0	0,000	0,000	0,000	0,000
Hensættelser (langfristet)	12	0,033	0,029	0,027	0,023
Leverandører af varer og tjenesteydelser	35	0,096	0,093	0,084	0,085
Andre driftsforpligtelser	35	0,097	0,081	0,070	0,065
Sum	82	0,227	0,202	0,181	0,173
DF / Omsætning	82	0,227	0,202	0,181	0,173
Kontrol	0	0,000	0,000	0,000	0,000
1 / AOH		0,306	0,260	0,230	0,225
Arbejdsdriftskapital		-207	-169	-12	48
Langsigtet NDA		11.652	9.228	7.373	5.138
Arbejdsdriftskapital		-0,006	-0,005	0,000	0,002
Langsigtet NDA		0,311	0,264	0,231	0,223
1 / AOH		0,306	0,260	0,230	0,225

## Bilag 6 – Budgettering af vækst

Omsætningsbudget i mio. kr.	Historie				Budget				Terminal		
	2006	2007	2008	2009*	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	
Road Divisionen	23.398	21.943	18.987	17.491	18.078	18.747	19.496	20.276	21.020	21.802	
Air & Sea Divisionen	7.582	8.845	13.307	13.767	14.455	15.250	16.119	17.038	17.941	18.880	
Solutions Divisionen	989	4.111	5.141	5.320	5.506	5.753	6.020	6.300	6.571	6.854	Fortsatte
<b>I alt</b>	<b>31.969</b>	<b>34.899</b>	<b>37.435</b>	<b>36.577</b>	<b>38.039</b>	<b>39.749</b>	<b>41.636</b>	<b>43.615</b>	<b>45.533</b>	<b>47.536</b>	budgetterede vækst
Udviklingen i netto omsætningen i %		9,2%	7,3%	-2,29%	4,00%	4,50%	4,75%	4,75%	4,40%	4,40%	4,40%
Road Divisionen, vækst i %		-6,2%	-13,5%	-7,9%	3,4%	3,7%	4,0%	4,0%	3,7%	3,7%	
Air & Sea Divisionen, vækst i %		16,7%	50,4%	3,5%	5,0%	5,5%	5,7%	5,7%	5,3%	5,3%	
Solutions Divisionen, vækst i %		315,7%	25,1%	3,5%	3,5%	4,5%	4,7%	4,7%	4,3%	4,3%	
* - Estimeret for resten af året på baggrund af regnskabsmedelelser											

## Bilag 7 - Budgettering af OGSalg

Omsætningsbudget i mio. kr.	Historie				Budget					Terminal
	2006	2007	2008	2009**	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
Nettoomsætning	31.972	34.899	37.435	36.577	38.039	39.749	41.636	43.615	45.533	47.536
Direkte omkostninger	25.068	27.195	29.260	29.820	29.670	30.905	32.268	33.801	35.174	36.727
<b>Bruttofortjeneste</b>	<b>6.904</b>	<b>7.704</b>	<b>8.175</b>	<b>6.757</b>	<b>8.369</b>	<b>8.844</b>	<b>9.368</b>	<b>9.813</b>	<b>10.359</b>	<b>10.809</b>
<b>DG</b>	<b>21,59%</b>	<b>22,08%</b>	<b>21,84%</b>	<b>18,47%</b>	<b>22,00%</b>	<b>22,25%</b>	<b>22,50%</b>	<b>22,50%</b>	<b>22,75%</b>	<b>22,74%</b>
Faste omkostninger	5.400	5.822	6.239	6.173	6.419	6.784	7.185	7.502	7.945	8.291
<b>Driftsoverskud fra salg før skat</b>	<b>1.504</b>	<b>1.882</b>	<b>1.936</b>	<b>584</b>	<b>1.950</b>	<b>2.061</b>	<b>2.183</b>	<b>2.311</b>	<b>2.414</b>	<b>2.519</b>
<b>OG salg</b>	<b>4,70%</b>	<b>5,39%</b>	<b>5,17%</b>	<b>1,60%</b>	<b>5,13%</b>	<b>5,18%</b>	<b>5,24%</b>	<b>5,30%</b>	<b>5,30%</b>	<b>5,30%</b>
SKAT				161	536	567	600	636	664	693
DO fra salg efter skat				423	1.414	1.494	1.583	1.676	1.750	1.826
Transistoriske poster				-300	-250	-100	-100	-50	-50	-50
Skat fra andre poster				-83	-69	-28	-28	-14	-14	-14
Andre poster efter skat				-218	-181	-73	-73	-36	-36	-36
<b>DO i alt</b>				<b>206</b>	<b>1.232</b>	<b>1.422</b>	<b>1.510</b>	<b>1.640</b>	<b>1.714</b>	<b>1.790</b>
<b>OG fra salg efter skat</b>				<b>0,56%</b>	<b>3,24%</b>	<b>3,58%</b>	<b>3,63%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>	<b>3,76%</b>

\*\* - Estimeret for resten af året på baggrund af regnskabs medelelser

## Bilag 8 – Budgettering af AOH

Budgettering af AOH	Historie				Budget				Terminal	
	2006	2007	2008	2009**	2010	2011	2013	2014	2015	2016
Anlægskapitalen			13.575	13.779	13.848	14.055	14.266	14.694	15.208	15.741
Udvikling i anlægskapitalen				1,50%	0,50%	1,50%	1,50%	3,00%	3,50%	3,50%
Arbejdskapitalen			10.008	8.507	8.762	9.156	9.523	9.884	10.280	10.701
Udvikling i arbejdskapitalen				-15,00%	3,00%	4,50%	4,00%	3,80%	4,00%	4,10%
Driftforpligtelserne			9.811	9.320	8.854	8.899	9.121	9.349	9.676	10.015
Udviklingen i driftforpligtelserne				-5,00%	-5,00%	0,50%	2,50%	2,50%	3,50%	3,50%
NDA primo				13.772	12.965	13.755	14.313	14.667	15.229	15.812
Ændring i anlægskapitalen				204	69	208	211	428	514	532
Ændring i arbejdskapitalen				-1.501	255	394	366	362	395	421
Ændring i driftforpligtelserne				-491	-466	44	222	228	327	339
NDA ultimo				12.965	13.755	14.313	14.667	15.229	15.812	16.427
<b>AOH</b>				<b>2,934</b>	<b>2,890</b>	<b>2,909</b>	<b>2,974</b>	<b>2,990</b>	<b>3,006</b>	<b>3,021</b>
<b>1/AOH</b>				<b>0,3408</b>	<b>0,3460</b>	<b>0,3438</b>	<b>0,3363</b>	<b>0,3345</b>	<b>0,3326</b>	<b>0,3310</b>

### Bilag 9 – Værdiansættelse - DO

Budgetforudsætninger :	Indeværende periode	Budgetperiode							Terminalperiode
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Salg :	tal i mio. kr.	1	2	3	4	5	6	7	
Omsætningsvækst		-2,29%	4,00%	4,50%	4,75%	4,75%	4,40%	4,40%	
Omsætningshastigheder - (1/AOH): 1/AOH		0,34	0,35	0,34	0,34	0,33	0,33	0,33	
OG salg		1,6%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	
Skattesats		27,50%	27,50%	27,50%	27,50%	27,50%	27,50%	27,50%	
<b>Proformaopgørelser :</b> <b>Resultatopgørelse :</b>									
Nettoomsætning .	37.435	36.578	38.041	39.753	41.641	43.619	45.538	47.542	
Driftomkostninger		35.992	36.089	37.693	39.459	41.307	43.125	45.022	
<b>DO fra salg</b>		<b>585</b>	<b>1.951</b>	<b>2.059</b>	<b>2.182</b>	<b>2.312</b>	<b>2.414</b>	<b>2.520</b>	
Skat		161	537	566	600	636	664	693	
DO fra salg efter skat		424	1.415	1.493	1.582	1.676	1.750	1.827	
Anden driftsoverskud		0	0	0	0	0	0	0	
Transistoriske poster		-300	-250	-100	-100	-50	-50	-50	
DO fra andre poster		-300	-250	-100	-100	-50	-50	-50	
Skat fra andre poster		-83	-69	-28	-28	-14	-14	-14	
DO fra andre poster efter skat		-218	-181	-73	-73	-36	-36	-36	
<b>DO i alt</b>		<b>207</b>	<b>1.234</b>	<b>1.420</b>	<b>1.509</b>	<b>1.640</b>	<b>1.714</b>	<b>1.791</b>	



## Bilag 10 – Værdiansættelse - NDA

	Indeværende periode	Budgetperiode						Terminalperiode
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	tal i mio. kr.	1	2	3	4	5	6	7
<b>Balance :</b>								
NDA i alt	13.772	12.964	13.754	14.316	14.669	15.146	15.812	16.508
Ændring i NDA		(808)	790	562	353	477	666	696
<b>Pengestrømsopgørelse :</b>								
DO		207	1.234	1.420	1.509	1.640	1.714	1.791
Ændring i NDA		(808)	790	562	353	477	666	696
<b>FCF (C-I)</b>		<b>1.014</b>	<b>443</b>	<b>859</b>	<b>1.157</b>	<b>1.163</b>	<b>1.047</b>	<b>1.095</b>
<b>Vækst g, i terminal</b>								<b>4,40%</b>

**Bilag 11 – Værdiansættelse efter Discounted Cashflow modellen**

DCF - modellen :	Indeværende	Budgetperiode					Terminalperiode		
	periode	0	1	2	3	4	5	6	7
FCFF			1.014	443	859	1.157	1.163	1.047	1.093
PV af FCFF			949	388	704	887	835	703	
Samlet PV af budgetperioden	4.466								
Terminalværdi								44.439	
PV af terminalværdi	29.845								
Virksomhedens værdi (værdi af NDA)	34.311								
Bogført værdi af NFF	9.915								
Værdi af egenkapital	24.396								
Værdi af minoritetsinteresser		478	se note						
Værdi af egenkapital, moder	23.918								
Antal aktier i mio. stk		209,15							
<b>Værdi pr. aktier</b>		<b>114,358</b>							
<b>WACC :</b>		<b>6,86%</b>							

## Bilag 12 – Værdiansættelse efter Residual Indkomst modellen

RI - modellen :	Indeværende periode	Budgetperiode					Terminalperiode	
	0	1	2	3	4	5	6	7
DO		207	1.234	1.420	1.509	1.640	1.714	1.791
NDA	13.772	12.964	13.754	14.316	14.669	15.146	15.812	16.508
RIDO (DO - WACC*NDAprimo)		(738)	344	477	527	634	675	704
PV af RIDO		(691)	301	391	404	455	453	
Samlet PV af budgetperioden	1.314							
Terminalværdi							28.627	
PV af terminalværdi	19.226							
Virksomhedsværdi	34.311							
Bogført værdi af NFF	9.915							
Værdi af egenkapital	24.396							
Værdi af minoritetsinteresser	478	se note						
Værdi af egenkapital, moder	23.918							
Antal aktier i mio. stk	209,15							
<b>Værdi pr. aktie</b>	<b>114,358</b>							
<b>WACC :</b>	<b>6,86%</b>							

**Note vedrørende minoritetsinteresser.**

Minoritetsinteresser	
Bogført værdi af minoritetsinteresser	192
Bogført værdi NDA	13.772
Andel af minoritetsinteresser	0,013941
Værdi af NDA(virksomhedens værdi)	34.311
<b>Estimeret værdi af minoritetsinteresser</b>	<b>478</b>

**Bilag 13 – Regnskabstal til kreditrating**

Mio. DKK	2008	2007	2006	2005
Nettooms.	37.435	34.899	31.972	
EBIT	2.014	1.854	1.221	
EBITDA	2.338	2.126	1.834	
EBITA	1.936	1.882	1.504	
Renteomk.	388	295	239	
Resultat (Net income)	1.233	1.114	719	
Af- og nedskrivninger	402	244	330	
Udskudt skat	-14	-61	1	
Andel res. Ass. Virksomheder	8	3	0	
FFO	1.629	1.300	1.050	
Operationel leasing i alt	4.910	3.879	2.786	2.418
Operationel leasing over 1 år i alt	3.769	2.904	2.786	1.811
Rentebærende gæld i alt	10.057	5.504	5.242	2.589
Rentebærende gæld incl. Ope. Leasing i alt	14.967	9.383	8.028	5.007
Langfristet Rentebærende gæld i alt	7.084	4.900	4.604	1.887
Langfristet Rentebærende gæld incl. Ope. Leasing i alt	10.853	7.804	7.390	3.698
Egenkapital inkl. Minoriteter	3.857	3.649	3.844	3.323
Pengestrøm fra driftsaktivitet	895	1.407	1.092	