



STRATEGISK ANALYSE OG VÆRDIANSÆTTELSE AF DSV PANALPINA A/S

Afhandling HD (R)

Forfattere:

Vibeke Kristensen, studienummer: 20185781

Anne Wittrup, studienummer: 20185782

Gruppenummer: 32

Vejleder: Jens Riis Andersen

Dato: 4. Maj 2020

Antal anslag: 177.803

Indholdsfortegnelse

English Summary.....	4
1. Indledning	5
1.2 Problemstilling	7
1.3 Problemformulering.....	9
1.4 Afgrænsninger.....	9
1.5 Metode og kildekritik.....	10
1.6 Opgavens struktur	12
2. Strategisk analyse.....	13
2.1 Ekstern analyse	13
2.1.1 PEST-analyse	14
2.1.2 Porters Five Forces	25
2.2 Intern analyse.....	35
2.2.1 Værdikæde analyse.....	35
2.2.2 Konkurrence- og vækststrategi.....	40
2.3 SWOT analyse.....	47
2.3.1 Styrker.....	47
2.3.2 Svagheder	48
2.3.3 Muligheder	48
2.3.4 Trusler	48
2.4 TOWS analyse.....	49
2.5 Delkonklusion strategisk analyse.....	51
3. Regnskabsanalyse	53
3.1 Resultatopgørelse til analyseformål og managerial balance sheet.....	56
3.2 Rentabilitetsanalyse	59
3.3 Benchmarkanalyse.....	67
3.3.1 Common-size analyse af resultatopgørelserne	68
3.3.2 Common-size analyse af balancerne.....	69
3.4 Delkonklusion på regnskabsanalyse	70
4. Budgettering.....	72
4.1 Omsætning	72
4.2 Omkostninger.....	74
4.3 Finansielle poster og skat.....	76
4.4 Pengebindinger.....	76
4.5 Investeringer og afskrivninger.....	77
4.6 Øvrige regnskabsposter	78
5. Værdiansættelse	80
5.1 Discounted Cash Flow (DCF)	80
5.1.1 Det frie Cash Flow.....	81
5.1.1.1 Arbejdskapitalen	81
5.1.2 Fri Cash Flow	82
5.1.3 WACC	83
5.1.3.1 Pris på fremmedkapital	84
5.1.3.2 Pris på egenkapital	84
5.1.4 Beregning af WACC	86
5.2 Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen.....	87

5.3 Prismultiple	88
5.4 Følsomhedsanalyse.....	90
5.5 Delkonklusion på værdiansættelsen	91
6. Konklusion	91
7. Litteraturliste	95
7.1 Bøger	95
7.2 Årsrapporter	95
7.3 Hjemmesider	96
8. Bilag.....	101

English Summary

The purpose of this project was to estimate the market value of DSV Panalpina with the motive to compare the estimated share value with the actual share value on April first 2020.

In order to conclude on the problem statement later on, the project will initially include a strategic analysis to clarify which internal and external strategic conditions will add value and potentially added value to DSV Panalpina. The internal analysis shows that DSV Panalpina have a strong value chain and use a competitive and growth strategy which adds value to the company and will continue to do so in the future. In addition, the company is well equipped for further acquisitions in order to increase their market position in the future. The external analysis shows that the rules of trade in the EU provide easier access to even more markets and create fair terms of competition which adds value in a business with fierce competition characterized by conditions of the world economy.

Subsequently, an accounting analysis has been compiled to clarify the economic development of the company over the past five years. The economic development has been going upwards with growth and increased revenue throughout the period of the analysis while the equity also has been increasing. Major changes have occurred in 2016 and 2019 where acquisitions have taken place.

In order to prepare the valuation, a budget is required. A five-year budget period is used, and budget figures have been determined on the basis of the strategic analysis, the financial analyses as well as DSV Panalpina's own expectations. The budget figures are used as a basis for the calculating of the theoretical value using the DCF model. The theoretical value is calculated at DKK 149.191 million, while the value per share amounts to DKK 635. To support the calculation, the value per share is also calculated using price multiplies, where the average price was calculated at DKK 622 per share.

The valuation contains many details and are based on a specific scenario. Therefore, a sensitivity analysis has been made to clarify the value at changes of the two critical factors, WACC and growth factor. The valuation is very sensitive and changes significantly by minor changes in the critical factors.

Based on the compiled analyzes and the calculated budget, it was concluded that the actual share price with the current market value first of April 2020 which amounted to DKK 607,20 is undervalued and therefore represents an attractive investment.

1. Indledning

Transport er en nødvendighed i et moderne samfund. Samfundet er afhængig af import og eksport af varer mellem forskellige lande, og at de transporteres derimellem. Der findes mange former for transport. Det kan ske både til vands, til lands og i luften, alt sammen med det afgørende formål at det leveres til rette tid og på rette sted. På den måde fyldes hylderne hver dag op i supermarkedet, vindmøller transporteres fra a til b, der leveres til militære operationer og sådan kunne man blive ved. En stærk transportsektor er forudsætningen for et velfungerende samfund.¹ For at opretholde en stærk transportsektor i Danmark, arbejder Dansk Erhverv blandt andet for at sikre transportbranchen de bedst mulige rammer ved at varetage virksomhedernes politiske interesser overfor relevante myndigheder. Helt konkret repræsenterer de brancheforeningen Dansk Transport og Logistik.²

Der har i en lang årrække været fokus på klimaet og CO2 udslippet rundt om i verdenen. Politisk set fornemmes der en klar tendens, hvor klima og miljø er rykket helt til top på vælgernes tidligere knap så grønne dagsorden.³ Man har forsøgt at udvikle elbiler, miljøvenlige bus- og togforbindelse, flere er begyndt at have solceller på taget, og der sættes flere vindmøller op ude på havet og i landskabet. Alle tiltag som skulle være med til at mindske udslippet af CO2, men kan transportsektoren i virkeligheden følge med, eller fortsætter den ufortrødent med at belaste miljøet?

I december måned 2019 blev et bredt flertal i Folketinget enige om en ny klimalov. Danmark skal reducere udslippet af drivhusgasser med 70 pct. i 2030. Ambitionsniveauet er højere end nogensinde før, men ligesom tidligere er der ingen tvivl om rammerne omkring den danske klimapolitik. Måske er det den mest ambitiøse klimalov på verdensplan, men målet er klart, vi stræber efter at blive et såkaldt lavemissionssamfund.⁴ Lavemissionssamfund, er et samfund der er ressourceeffektivt, hvor energiforsyningen er baseret på vedvarende energi, og hvor udledningen af drivhusgasser er mindre end optagelsen heraf.⁵ Transportsektoren har i den grad til sinde at bidrage hertil, og det er eksempel-

¹ <https://www.danskerhverv.dk/politik-og-analyser/transport/>

² <http://dtl.eu/om-dtl/kort-om-dtl/>

³ <https://www.altinget.dk/christiansborg/artikel/miljoe-og-klima-stormer-op-ad-dagsordenen>

⁴ <https://www.altinget.dk/energi/artikel/regeringen-lander-bred-aftale-om-ny-klimalov>

⁵ <https://kefm.dk/klima-og-vejr/klimaindsatsen-i-danmark/>

vis lykkedes at udvikle en ny og renere teknologi for lastbiler, således at nye lastbiler forurener mindre.⁶ EU vedtagne normer har lagt begrænsninger på niveauet for forurening, hvilket har været et vigtigt tiltag.

En årrække med fokus og en langsigtet plan må dog i øjeblikket vige for en frembrusende virus, der har fået landet, ja faktisk hele verden, til at gå på standby. Udbruddet af Covid-19 har sat en stopper for større arrangementer, sendt en kæmpe del af befolkningen hjem og arbejde i en form for karantæne, lukket et hav af butikker, stoppet rejser mellem lande og meget mere. Med en form for lammelse over hele verden, kommer det heller ikke som et kæmpe chok, at aktiemarkedet har fået en lussing af dimensioner. Verdensøkonomien er på glatis, alt imens online-supermarkeder som eksempelvis nemlig.com og webshops i øvrigt, sjældent har haft det bedre. For transportbranchen betyder det heldigvis, at der stadig skal leveres, men selvsagt i mængder der ligger langt under det normale, og under omstændigheder, der er vanskeliggjorte af hele situationen. Branchen er presset, og forventningerne til et år hvor mange havde lavet en ambitiøs 2020-plan, må skrues ned.⁷

Finans.dk har udarbejdet en brancheanalyse for transportbranchen for år 2019. I den forbindelse er der lavet en rangering af de forskellige aktører, hvor vi har kastet et blik på de 10 største, der fremgår af figur 1.1.⁸

RANG 2019	VIRKSOMHED	RANG 2018	OMSÆTNING (2018)	ÅRETS RESULTAT (2018)	EGENKAPITAL (2018)	ANTAL ANSATTE
1	DSV A/S	1	79.053.000.000	3.988.000.000	14.532.000.000	47.394
2	DAMCO A/S	2	39.650.990.800	-11.439.000	3.308.000	
3	BLUE WATER HOLDING A/S	4	5.573.014.000	2.401.000	194.444.000	1.608
4	POSTNORD DANMARK A/S	3	4.936.000.000	-1.092.000.000	869.000.000	7.157
5	NORDIC TRANSPORT GROUP A/S	6	4.512.139.000	111.523.000	207.907.000	1.349
6	SCAN GLOBAL LOGISTICS A/S	5	3.520.600.000	2.539.000	288.861.000	952
7	FREJA TRANSPORT & LOGISTICS HOLDING A/S	8	3.120.563.000	23.270.000	285.532.000	797
8	FRAGTMÆND HOLDING A/S	7	2.908.431.000	36.706.000	356.803.000	1.069
9	LEMAN HOLDING A/S	9	2.439.102.000	22.670.000	558.979.000	744
10	THORKIL ANDERSEN HOLDING A/S	11	2.021.956.000	99.479.000	710.646.000	1.809

Figur 1.1: Rangering af aktører i transportbranchen

⁶ <http://dtl.eu/maerkesager/klima-og-miljoe/>

⁷ <https://borsen.dk/investor/aktie/S1131/DSV/DSVPanalpina>

⁸ <https://finans.dk/analyse/ECE11638259/brancheanalyse-transportbranchen-2019/?ctxref=ext>

Omsætningen for år 2018 viste gode takter, men indtjeningen kunne slet ikke følge med. Dette er til trods for, at der var en fremgang på 25 pct. på bundlinjen, holdt op imod en tilbagegang på 15 pct. året før.⁹ Meget tyder på, at der er tale om en branche under konstant pres, og situationen i verden i øjeblikket har bestemt ikke gjort dette mindre. Vi har derfor fundet det interessant at se nærmere på denne branche og herunder en af de 10 største aktører. Tallene taler for sig selv, og der kan ikke herske nogen tvivl om, at DSV A/S suverænt har iklædt sig førertrøjen. Netop derfor har vi fundet det interessant at se nærmere på værdien af virksomheden og de strategiske parametre der spiller ind.

Ud fra ovenstående kan det fastslås, at der er mange udfordringer i transportsektoren. En betydelig aktør i erhvervet er DSV og dette afgangsprøjs vil have fokus på denne virksomhed.

1.2 Problemstilling

DSV blev grundlagt i 1976 af 10 selvstændige vognmænd. Siden er DSV vokset til en international transportvirksomhed. I 2000 tog DSV et meget stort skridt i deres historie med opkøbet af DFDS DanTransport Group A/S. DSV styrkede deres globale netværk, samtidig med at de bevægede sig ind på nye markeder i transportbranchen. Foruden vejtransport sikrede DSV, med erhvervelsen af DFDS Transport, sig en nøgleposition indenfor luftfragt samt oversøisk transport.¹⁰ I DSV ønskede man at sætte fokus på sine forskellige services og kundesegmenter. Derfor valgte de at opdele deres aktiviteter i 3 divisioner.

- DSV Road
- DSV Air & Sea
- DSV Solutions

I dag bliver deres services udviklet og skræddersyet til hver enkelt kunde, for at imødekomme kundernes stigende krav til bl.a. priser, transittider og produktløsninger.¹¹

DSV har siden deres opstart været igennem en række fusioner. Dette har været med fokus på at opretholde en nøgleposition i den globale transportindustri. I 2016 købte de UTI Worldwide Inc og i

⁹ https://www.transportmagasinet.dk/article/view/682074/top_10ere_hvem_er_bedst_i_transportbranchens_top

¹⁰ <https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/fra-dansk-transportfirma-til-global-speditoerselskab>

¹¹ <https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/fra-dansk-transportfirma-til-global-speditoerselskab>

2019 har de styrket deres globale netværk endnu mere ved købet af Panalpina. DSV er nu i top fem over speditionsselskaber på verdensplan og har kontorer i mere end 80 lande.

DSV Panalpina er moderselskabet, og under det ligger de 3 divisioner, som de forskellige aktiviteter er inddelt i. DSV Road står for alt transport på landevejene rundt om i Europa, med gode forbindelser til Afrika og Amerika. DSV Air & Sea håndterer fragt af gods over havene eller i luften. Med deres alternative ruter og fleksible transporttider kan de opfylde mange kunders krav og logistik forespørgsler. DSV Solutions hjælper kunderne med at designe og levere logistikløsninger og skabe værdi for kundernes penge.¹²

Som det fremgår af figur 1.2 nedenfor, er det tydeligt at se, at DSV Panalpina har haft en stigende aktiekurs de seneste 5 år. Det ses dog, at der i 1. kvartal i 2020 har været et markant fald i aktiekursen. Det vil derfor være interessant at tage et nærmere kig på de interne og eksterne faktorer, og få belyst, hvad der kan have været medvirkende til den stigende aktiekurs gennem årene og udsvingene heri. Det er ligeledes interessant at analysere, hvilken fremtidig udvikling DSV Panalpina står overfor - særligt nu hvor miljø og klima har fået en fremtrædende rolle på verdensplan.



Figur 1.2: Udklip fra Børsen af DSV Panalpinas aktiekurs de seneste 5 år

¹² <https://www.dsv.com/About-DSV/company-structure>

1.3 Problemformulering

På baggrund af vores indledning og problemstilling lyder problemformuleringen som følgende:

Er den aktuelle børsværdi på DSV Panalpina aktier pr. 1. april 2020 retvisende i forhold til den beregnede teoretiske værdi?

For at besvare vores problemformulering har vi valgt at stille følgende underspørgsmål:

1. Hvilke interne og eksterne strategiske forhold giver værdi og potentiel merværdi for DSV Panalpina?
2. Hvordan har den økonomiske udvikling været gennem de seneste 5 år?
3. Hvilken indflydelse vil den strategiske- og regnskabsmæssige analyse få på det fremtidige budget, samt hvilke antagelser og forudsætninger skal der medtages i budgetteringen?
4. Hvad er den teoretiske værdi af DSV Panalpina aktier og hvor følsom er den beregnede værdi?

1.4 Afgrænsninger

Dette afsnit har til formål at fremhæve de afgrænsninger, der er foretaget i forhold til at kunne besvare problemformuleringen og underspørgsmålene i afhandlingen. Det vil derfor uddybe det problemformuleringen kunne lede op til, men som ikke er medtaget i projektet.

For at kunne besvare det første af de opstillede underspørgsmål, vil der blive udarbejdet en strategisk analyse, hvor både de interne- og eksterne forhold analyseres. Modellerne der anvendes i den forbindelse, vil blive beskrevet kort under de enkelte afsnit, da det forventes, at læseren af denne afhandling har et generelt kendskab til de anvendte modeller. De anvendte modeller er vurderet tilstrækkelige til at afdække grundlaget for værdiansættelsen.

Regnskabsanalysen udarbejdes for at kunne besvare underspørgsmål to omkring den økonomiske udvikling, med baggrund i de seneste fem årsrapporter for DSV Panalpina. Regnskabsanalysen afgrænses derfor til årsrapporterne fra år 2015 til år 2019 af hensyn til opgavens omfang. Desuden medtages der ikke separate regnskaber for datterselskaberne i afhandlingen.

Analyserne i projektet er afgrænset til offentlig tilgængelige data til og med den 15. april 2020, hvorfor data som ligger efter denne dato ikke vil blive medtaget. I projektet er der ikke taget højde for DSV Panalpinas kvartalsrapport for 1. kvartal 2020. I projektet afgrænses der fra den skattemæssige behandling af DSV Panalpinas årsrapporter. Der vil ligeledes ikke blive kommenteret yderligere på skattelovgivningen.

Det tredje underspørgsmål i problemformuleringen omhandler budgettering. Der arbejdes i den forbindelse med en 5-årig budgetperiode fra år 2020 til år 2024.

Afgrænsninger kan få betydning for den samlede konklusion, da disse informationer, data med videre, kan have indflydelse på værdiansættelsen. Det fjerde og sidste underspørgsmål har til formål at beregne den teoretiske værdi af virksomheden, og hvor følsom denne er. Værdiansættelsen beregnes ud fra Discounted Cash Flow modellen, og desuden beregnes prismultipler, som et supplement her til. Der tages udgangspunkt i prismultipler kendt fra undervisningen. Projektet afgrænses dermed fra yderligere metoder til værdiansættelse.

1.5 Metode og kildekritik

Metodeafsnittet har til formål at klarlægge den fremgangsmåde, der anvendes i afhandlingen. Ved brug af empiri og relevante teoretiske værktøjer søges underspørgsmålene afklaret for således at kunne besvare den opstillede problemformulering.

For at vurdere hvilken metode der anvendes i afhandlingen, er det afgørende, hvad der skal undersøges og formålet hermed. Hensigten med afhandlingen er at skabe viden om en konkret organisation. I vidensproduktionsforløbet er det muligt at anvende to forskellige metoder. Den induktive metode, som søger at opnå en generel viden på baggrund af enkelte oplevelser, eller den deduktive metode, som drager konklusioner ud fra generelle teorier, og som derfor også kaldes bevisførelsens vej.¹³ Gennem afhandlingen anvendes den deduktive metode, da der tages afsæt i kendt data og kendte teorier, som anvendes på den valgte virksomhed, for at kunne besvare den konkrete problemformulering.

¹³ Andersen, I. (2013). *Den skinbarlige virkelighed* (5. udg.), s. 31

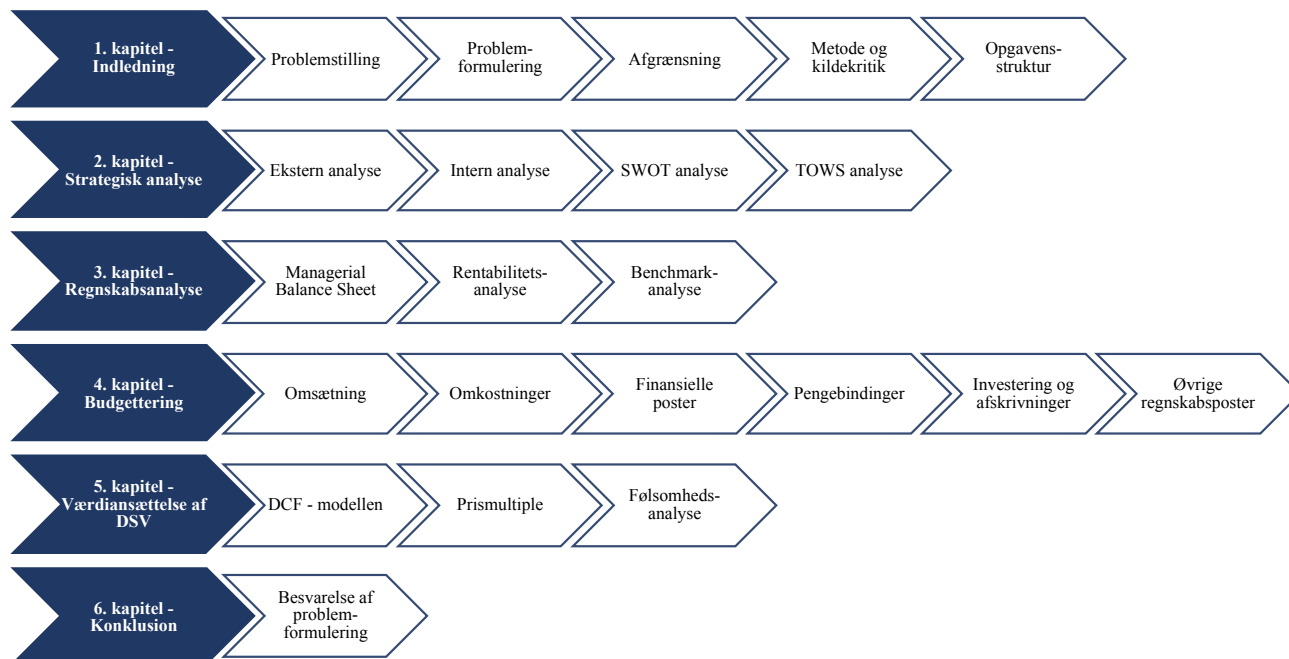
Der findes mange forskellige måder at indsamle relevant data på, hvorfor det konkrete formål med denne opgave er afgørende for valget. Der skelnes mellem kvalitative og kvantitative data. I opgaven udgør de kvalitative data bøger og artikler, der giver mulighed for at gå i dybden med problemstillingen. De kvantitative data består af årsrapporter og statistikker, hvor der arbejdes med store mængder af data, for at forsøge at gøre undersøgelsen målbar. Dataindsamlingen sker på baggrund af forskellige kilder, der alle vil blive vurderet ud fra validitet.

Mange af de anvendte informationer i projektet bygger på DSV Panalpinas egne data og kilder, hvor der er tale om en subjektiv bedømmelse, der forventeligt ikke har alle kritiske vinkler med. I den forbindelse tilstræbes det at belyse forhold med mere end én kilde og at anvende data fra årsrapporter, der er gennemgået af en godkendt revisor, for at sikre validiteten.

Afhandlingen tager ud over de indsamlede data som nævnt også udgangspunkt i kendte teorier. De teoretiske modeller der anvendes til den strategiske analyse vil blive beskrevet nærmere i kapitel 2, mens de teoretiske modeller der anvendes til værdiansættelsen vil blive beskrevet i kapitel 5. Ved anvendte teorier er der foretaget en verifikation af de enkelte forfattere via Google Scholar, for at sikre validiteten. Desuden betragtes anvendte teorier fra pensum som af tilfredsstillende kvalitet.

1.6 Opgavens struktur

Afhandlingen vil være delt op i 6 kapitler som illustreret i figuren nedenfor. For at bevare den røde tråd gennem afhandlingen, vil hvert kapitel blive afsluttet med en delkonklusion. I afhandlingens sidste kapitel vil der ske en opsummering af delkonklusionerne.



I kapitel 1 bliver læseren præsenteret for, hvad formålet med denne afhandling er. Der er en introduktion i indledningen, som leder videre til den valgte problemformulering og problemstilling. I kapitel 1 bliver der også redegjort for valg af metode og kildekritik.

Kapitel 2 har til formål at afdække det første underspørgsmål *“Hvilke interne og eksterne strategiske forhold giver værdi og potentiel merværdi for DSV Panalpina”*. Spørgsmålet vil blive besvaret ved hjælp af en strategisk analyse, som skal klarlægge ikke-finansielle værdidrivere, bl.a. en ekstern analyse med fokus på de konkurrencemæssige forhold som DSV Panalpina skal være opmærksomme på, samt en intern analyse, som skal klarlægge DSV Panalpinas styrker og svagheder.

I kapitel 3 vil der blive foretaget en regnskabsanalyse af DSV Panalpina, for at vurdere deres finansielle værdidrivere. Kapitlet vil ligeledes afdække underspørgsmål 2 *“Hvordan har den økonomiske udvikling været i DSV Panalpina gennem de seneste 5 år”*.

Ud fra den strategiske analyse i kapitel 2 og regnskabsanalysen i kapitel 3, vil der i kapitel 4, blive udarbejdet en budgettering for DSV Panalpina. Dette kapitel skal ligeledes afdækkes afhandlingens underspørgsmål 3 *“Hvilken indflydelse vil den strategiske- og regnskabsanalyse få på det fremtidige budget, samt hvilke antagelser og forudsætninger skal der medtages i budgetteringen?”*.

På baggrund af budgetteringen i kapitel 4, vil der i kapitel 5 blive foretaget en værdiansættelse af DSV Panalpina aktien pr. 1. april 2020. I kapitel 5 vil der ligeledes blive svaret på afhandlingens sidste underspørgsmål *“Hvad er den teoretiske værdi af DSV Panalpinas aktier og, hvor følsom er den beregnede værdi”*. I den første del af kapitlet vil der blive arbejdet med DCF-modellen. Her vil der være en beskrivelse af modellen, og derefter en beregning af værdiansættelsen ved hjælp af DCF-modellen. Derudover vil kapitlet indeholde en sammenligning af den aktuelle aktiekurs ved hjælp af diverse multipler. Slutteligt vil kapitlet have en følsomhedsanalyse i forhold til den beregnede værdiansættelse.

Kapitel 6 indeholder en konklusion på hele afhandlingen. Delkonklusionerne i afhandlingen vil blive opsummeret og besvare afhandlingens problemformulering.

2. Strategisk analyse

Den strategiske analyse er første skridt i processen omkring værdiansættelse. I den strategiske analyse identificeres de faktorer, som påvirker værdien af DSV Panalpina. Der er tale om de ikke-finansielle værdidrivere. I dette afsnit udarbejdes både en ekstern- og intern analyse af DSV Panalpina.

2.1 Ekstern analyse

I de kommende afsnit vil der blive foretaget en analyse af DSV Panalpinas fjernmiljø. Der vil blive analyseret på, hvordan DSV Panalpina bliver påvirket af omverdenen i form af en PEST-analyse samt Porters Five Forces. Analysen skal ligeledes give et billede af, hvilke eksterne faktorer, som kan give værdi for DSV Panalpina i fremtiden.

2.1.1 PEST-analyse

PEST-analysen bruges som et værktøj til at analysere og se nærmere på virksomhedens omverden. Analysen tager udgangspunkt i navnets fire bogstaver, og omverdenen inddeles derfor i politiske- og lovgivningsmæssige forhold, økonomiske forhold, sociale- og kulturelle forhold og teknologiske- og miljømæssige forhold. Ved gennemførelse af analysen søges at identificere de vigtigste faktorer, og deres betydning for virksomheden. Der er tale om eksterne faktorer, hvilket betyder, at det ikke er noget den enkelte virksomhed har mulighed for at påvirke.

Nedenfor analyseres de fire forhold hver for sig, og efterfølgende laves en sammenfattet konklusion for disse.

Politiske og lovgivningsmæssige faktorer:

Det første punkt i analysen er politiske- og lovgivningsmæssige faktorer. De politiske og lovgivningsmæssige forhold er styret af regeringen, Folketinget og i stigende grad også EU, og derudover har internationale organisationer også betydning herfor. Til sammen fastsætter disse politiske forsamlinger de specifikke lovmæssige aspekter og øvrige rammer, der har indvirkning på virksomhedens aktiviteter.¹⁴

Danmarks handelspolitik reguleres i høj grad via samarbejdet i EU. EU's handelspolitik søger at skabe de bedst mulige globale rammebetingelser for det europæiske erhvervsliv, herunder også for Danmark og de danske virksomheder. Den seneste handelspolitiske strategi blev vedtaget i 2015 og er baseret på effektivitet, gennemsigtighed og EU's værdier. Der arbejdes for at skabe bedre og nemmere adgang til markeder udenfor EU, til gavn for de europæiske virksomheder. Dette vil i særdeleshed også gavne transport- og logistikbranchen generelt og dermed DSV Panalpina, da bedre adgang til markeder uden for EU med stor sandsynlighed vil bevirke et øget behov for transport dertil.

Danmark er uden tvivl meget afhængig af den internationale samhandel, og landets handelspolitik søger derfor at skabe arbejdspladser, økonomisk vækst her i landet samt at fremme udviklingen i U-lande.¹⁵ Regeringen og Udenrigsministeriet arbejder aktivt i EU for at fremme de prioriteter, som vi har i den danske handelspolitik.

¹⁴ Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.), s. 130

¹⁵ <https://um.dk/da/udenrigspolitik/handelspolitik/>

Transport er en afgørende faktor for den frie bevægelighed for personer, varer og tjenesteydelser. Transporten bidrager desuden positivt til økonomien i EU, hvor den står for mere end 9 pct. af bruttotilvæksten, og beskæftiger derudover adskillige mennesker. EU's transportpolitik sørger for at holde den europæiske økonomi i gang ved brug af et moderne infrastrukturnet, der fremmer bæredygtige løsninger. Især bæredygtige transportmidler, spiller en vigtig rolle i EU's energi- og klimamål, da transportsektoren belaster miljøet. Lastbilproducenter og andre leverandører har fokuseret på at udvikle en teknologi, hvor belastningen af miljøet og klimaet mindskes. EU-politikken støtter desuden transportsystemer med at klare flere af de store udfordringer som blandt andet trafikpropper hvad angår både luft- og vejtrafikken, luftkvaliteten herunder en mindsket forurening og den svingende infrastruktur i EU.¹⁶

For en stor spiller på markedet, som DSV Panalpina, har det en enorm betydning med et moderne infrastrukturnet og den frie bevægelighed af varer i og uden for EU. Leveringstiden er i særdeleshed vigtigt og uanset transportformen et afgørende parameter, hvorfor det er positivt for virksomheden, at der arbejdes på eliminering af trafikpropper.

Nordic Logistics Association er en fællesorganisation i transport- og logistikbranchen. Organisationen repræsenterer til sammen ca. 17.000 nordiske vognmænd, og varetager disses interesser i EU sammenhæng. Som en del af organisationens mærkesager kan bl.a. nævnes køre- og hviletider, social dumping, klimaudfordringer og fremtidens brændstoffer og infrastruktur.¹⁷

Alle lande der er medlem af EU er omfattet af reglerne for køre- og hviletider. Desuden er EØS-landene også underlagt disse regler ved kørsel i EU- og EØS-landene. Reglerne skal være med til at sikre trafiksikkerheden og samtidig en sund konkurrence på markedet. I Danmark er det Færdselsstyrelsen, der sørger for at kontrollere virksomhedernes overholdelse af de pågældende regler.¹⁸ Reglerne for køre- hviletider har selv sagt betydning for alle i branchen. DSV Panalpina har i den forbindelse indgået et samarbejde med Tung Vogns Specialisten, som løbende uddanner deres chauffører i køre- og hviletidsbestemmelser, og andre emner som eksempelvis farligt gods.¹⁹

¹⁶ https://europa.eu/european-union/topics/transport_da

¹⁷ <https://lastbilmagasinet.dk/artikler/navne-c55/ny-bruxelles-spydspids-for-nordiske-vognmaend-p50167>

¹⁸ <https://www.fst.dk/da/Erhvervstransport/Køre--og-hviletid/Regler-og-vejledning-om-køre--og-hviletid#vejledningsmateriale>

¹⁹ <https://www.dk.dsv.com/om-dsv/dsv-i-trafikken>

Et andet af de vigtige punkter på dagsordenen i branchen er social dumping. Regeringen har sammen med et bredt flertal i Folketinget i januar 2020, indgået en aftale omkring lønniveauet i branchen. Social dumping kan have en ødelæggende indvirkning på det danske arbejdsmarked, hvorfor det er vigtigt at have aftaler, der regulerer dette. Vi har tidligere set flere eksempler, hvor udenlandske chauffører kører i Danmark til en løn og under arbejdsvilkår, der er direkte uacceptable. Der er dog nu blevet fastsat regler, der gør, at danske- og udenlandske vognmænd har samme vilkår, hvilket sikrer en ligeværdig konkurrence.²⁰

Når der tales om social dumping, kan DSV Panalpina ikke sige sig fri. Firmaet har blandt andet tidligere fået en bøde, fordi et bulgarsk vognmandsfirma kørte ulovligt med gods på danske veje for DSV Panalpina.²¹ Generelt drives en stor del af virksomheden i udlandet, og der anvendes derfor i høj grad udenlandske vognmænd til at transportere gods, også i Danmark. De skærpede krav i Danmark har naturligvis en stor betydning for DSV Panalpina, der således ikke kan opnå omkostningsmæssige fordele ved at bruge udenlandsk arbejdskraft. Udenlandske vognmænd skal ligeledes fremadrettet anmelde sig i et nyt register, således at myndighederne kan kontrollere lønniveauet. Den ændrede lovgivning bidrager til en ligeværdig konkurrence på markedet, som må veje op for den øget mængde administrativt arbejde

Andre vigtige emner i branchen er som tidligere nævnt klimaudfordringer, fremtidens brændstoffer og infrastruktur. Disse emner er alle afhængig af den teknologiske udvikling og vil derfor blive inddraget under dette punkt. Det er ikke kun, når der ses på lovgivning og regler for vognmænd, at miljø- og klimaet er i fokus. EU vil ligeledes stramme reglerne på dette område, når der ses på luftfart og søfragt.

²⁰ <https://bm.dk/nyheder-presse/pressemeddelelser/2020/01/ny-aftale-skal-forhindre-loendumping-paa-landevejene/>

²¹ <https://arbejderen.dk/indland/transport-dumpere-rådgiver-regeringen>

Økonomiske faktorer:

De økonomiske faktorer dækker over udviklingen i verdensøkonomien og makroøkonomiske tendenser, hvilket har stor betydning for virksomheden og dens strategiske muligheder. Regeringen fastsætter politikker, der påvirker den økonomiske udvikling, men der kan ofte også være tale om udefrakommende faktorer som f.eks. under finanskrisen.²²

Udsigterne for den danske økonomi blev beskrevet i en rapport fra Danmarks Nationalbank i september måned 2019. I rapporten fremhæves det, at den danske økonomi på tredje år befinder sig i en højkonjunktur, og at fremgang fortsat var at se i første halvdel af år 2019. Der kunne anskues et begyndende tegn på opbremsning og med alt sandsynlighed vil udvikling i udlandet smitte af på den danske økonomi, således væksten vil falde i kadence. BNP blev som det fremgår af figur 2.1 skønnet til at stige med 1,8 pct. i 2019 og i de efterfølgende år reduceret til 1,5 pct.²³

Centrale økonomiske størrelser							
Realvækst i forhold til året før, pct.	2018	2019	2020	2021	2018	2019	
					4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.
BNP (real), pct.	1,5	1,8	1,5	1,5	0,8	0,2	0,8

Figur 2.1: Udvikling i BNP

Danmarks økonomi havde på daværende tidspunkt ikke stiftet bekendtskab med den coronakrise, der på nuværende tidspunkt har ramt hele verden. Der er endnu stor usikkerhed omkring de økonomiske konsekvensers endelige omfang. Regeringen ser et muligt fald i BNP i 2020 på mellem 3 og 6 procent, afhængig af genopretningen efter krisen. I alle scenarier forventes det dog, at udviklingen vender hurtigt, og at BNP vil stige igen i 2021.²⁴ Alligevel er det værd at hæfte sig ved det forventede fald i BNP, der kan vise sig at blive det mest bemærkelsesværdige fald i den danske økonomi siden finanskrisen i 2008. Skal man tro en analyse udarbejdet af erhvervsorganisationen Dansk Industri, vil der

²² Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.), s. 131-132

²³ https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2019/09/ANALYSE_nr%2020_Udsigter%20for%20dansk%20%20%20%20september%202019.pdf

²⁴ <https://jv.dk/artikel/danmarks-bnp-kan-falde-med-op-til-seks-procent-i-2020>

muligvis kunne ses en nedgang i BNP på 6,7 pct., svarende til 155 milliarder kroner. Dette stemmer nogenlunde overens med det, ifølge regeringen, værst tænkelige scenarie.²⁵

Sammenligner man forventninger og nedgangen med tidligere kriser, tegner der sig hurtigt et billede af situationens alvor, som vises i figur 2.2 neden for.

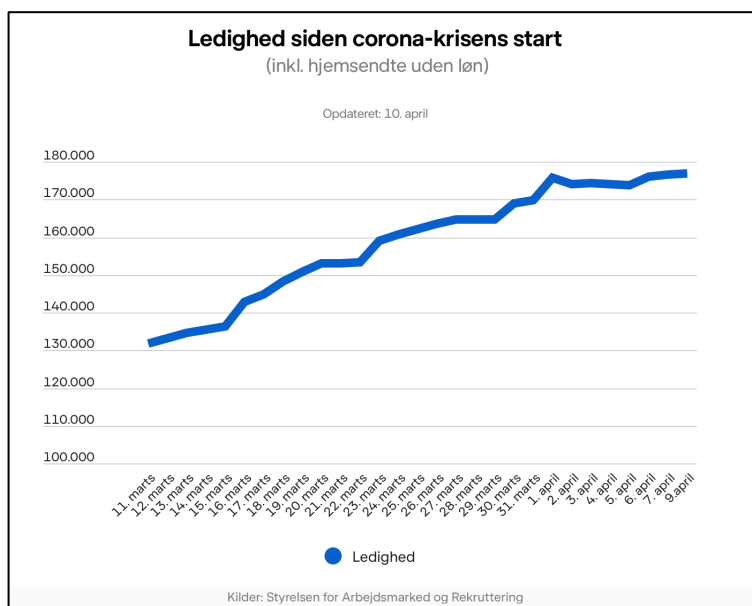
År med negativ BNP-vækst siden 1967			
Seks gange siden 1967 er Danmarks BNP faldet - når man tager højde for inflationen - fra det ene år til det næste. 2020 er et estimat fra Dansk Industri.			
Årstal	BNP-udvikling	Tab i milliarder*	Krise
2020	-6,7%	-155,0	Coronakrisen
2009	-4,9%	-91,7	Finanskrisen
1975	-1,5%	-13,6	1. Oliekrise
1974	-1,1%	-10,6	1. Oliekrise
1981	-0,7%	-6,0	2. Oliekrise
1980	-0,5%	-5,1	2. Oliekrise
2008	-0,5%	-9,6	Finanskrisen
Tab i milliarder er opgjort i faste priser. Det vil sige, at der er taget højde for inflation.			
Kilde: Danmarks Statistik			

Figur 2.2: År med negativ BNP-vækst

Det er tydeligt at Danmark er i økonomisk krise ligesom resten af verden. Store dele af samfundet er lukket ned og mange virksomheder kæmper mod konkurs, hvilket har resulteret i en ledighed, som er højere end under finanskrisen i 2009.²⁶ Niveauet vises i figur 2.3 nedenfor.

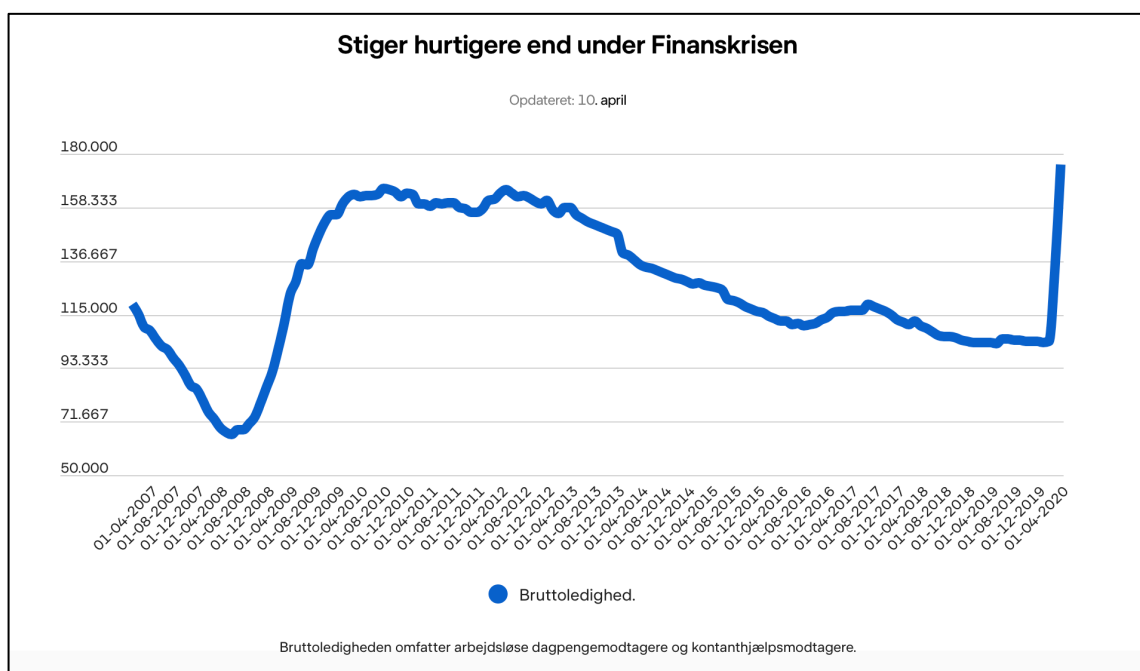
²⁵ <https://nyheder.tv2.dk/business/2020-03-23-coronavirus-kan-udloese-den-stoerste-oekonomiske-krise-i-danmark-nogensinde>

²⁶ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/flest-maend-har-meldt-sig-ledige-foelg-den-oekonomiske-krise-i-danmark-her>



Figur 2.3: Ledighed siden coronakrisens start

Niveau for ledigheden overgår finanskrisen og det samme gør hastigheden herfor, som fremgår af figur 2.4.



Figur 2.4: Hastigheden for ledighed

Grafen taler sit tydelige sprog, og der kan ikke herske tvivl om at Danmark, for ikke også at tale om resten af verden, går igennem en svær tid. Regeringen og Folketingets partier har indført økonomiske

hjelpepakker. Nationalbankens direktør, Lars Rohde, vurderer at tiltaget omkring hjælpepakkerne har forhindret en eksplosion i arbejdsløsheden, som ville have skrevet sig ind i historiebøgerne.

Under krisen er transport- og logistikbranchen sammen med hotel- og restaurationsbranchen, nogle af dem der har været hårdest ramt af stigende ledighed. Tal fra den 7. april 2020 viser at, alene i transportbranchen har 5.800 meldt sig ledige, hvilket svarer til en stigning på 82,6 pct. i ledighed.²⁷ Situationen påvirker den internationale handel og dermed også verdensøkonomien. Dette både med afsæt i det kinesiske marked og flere andre markeder.

For DSV Panalpina har hele situationen betydet, at selskabet måtte trække sine forventninger for resultatet i 2020 tilbage. Resultatet i årets første måned lå på det forventede niveau, mens resultat for februar måned endte 150 millioner kr. under det forventede. Denne negative påvirkning i februar skyldes formentlig transport til og fra Kina, mens det nu også handler om efterspørgsel i hele verden. DSV Panalpina forventer at den finansielle præstation påvirkes negativt de kommende måneder, men grundet udviklingens hastighed, er den nøjagtige størrelse svær at vurdere på nuværende tidspunkt.²⁸

Sociale og kulturelle faktorer:

De sociale og kulturelle forhold kan have stor betydning for virksomhedens afsætning. Det handler i høj grad om demografi, livsstil og værdier. Hvis en virksomhed formår at tilpasse sine produkter til nye markeder, er der mulighed for at skabe vækst.

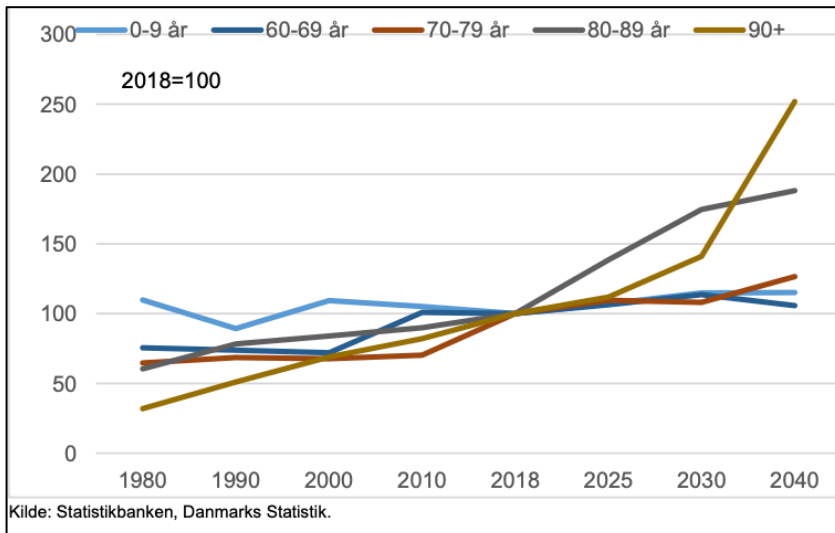
I Danmark er befolkningen vokset betydeligt over de seneste 40 år. Væksten kan henføres til at midlellevetiden for både mænd og kvinder er steget, og det samme er antallet af indvandre. Dette er en tendens, der ligeledes forventes at fortsætte de næste 40 år, grundet en fortsat forventning om stigende middellevetid, flere fødsler og indvandring relateret til studie og beskæftigelse.

Når man ser på sammensætningen i befolkningen, anses den største ændring for at være den aldersmæssige udvikling. Gruppen af ældre forventes at stige, og fra 2018-2025 stiger gruppen af de 80-89-årige med op imod 40 pct. i antal. Kaster man blikket lidt længere frem mod år 2030, regnes antallet at være 75 pct. større end i 2018, jf. figur 2.5²⁹

²⁷ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/flest-maend-har-meldt-sig-ledige-foelg-den-oekonomiske-krise-i-danmark-her>

²⁸ https://www.soefart.dk/article/view/707628/dsv_traekker_2020forventninger_tilbage

²⁹ <https://www.kl.dk/media/18610/demografiske-udfordringer-frem-til-2040.pdf>



Figur 2.5: Befolkningsudvikling

En anden gruppe med høj vækst de kommende 10 år er børn i folkeskolealderen, der forventes at stige med 15-20 pct., grundet antallet af kvinder i den højfertile alder.

Befolkningsudviklingen har i høj grad betydning for virksomheders muligheder for afsætning. Der ses en stigende tendens til, at unge og småbørnsfamilier bidrager til en øget vækst i onlinehandel. Der er tale om en generation, som er vokset op med e-handel og nu flytter hjemmefra, køber boliger og stifter familier. Andelen af danskere der køber dagligvarer online er steget med 11 pct. fra 2018 til 2019 og i en undersøgelse udarbejdet af DIBS fremgår det, at 32 pct. af småbørnsfamilierne svarer, at de bestiller deres dagligvarer direkte hjem til døren.³⁰

Mens der er en generel opfattelse af, at det primært er den yngre generation der handler online, shopper de ældre på nettet som aldrig før. Hele 81 pct. af danskere over 66 år handler på nettet og blandt de 55-65-årige udgør tallet 88 pct. Der er de seneste år set en stor vækst i de ældres forbrug online, og det skyldes især, at det gør deres hverdag lettere, og at de har mulighed for at sammenligne produkter og priser. Efterhånden er det muligt at være på nettet over alt med smartphones og der ses derfor også en kraftig vækst i shopping via mobilen. Tidligere har den ældre generation været mere tilbageholden omkring denne løsning, men blandt de 55-65-årige har nu hele 47 pct. shoppet på nettet

³⁰ <https://mobil.nu/it-tele/danskerne-handler-langt-mindre-udenlandske-webshops-103297>

via deres mobiltelefon, hvilket er en klar stigning. Derudover har 29 pct. blandt de 66-74-årige gjort det samme, hvilket også er en markant stigning.³¹

Selvom den aldersmæssige udvikling peger mod flere ældre, skal man ikke lade sig narre af deres 'digitale power'. Det giver derfor også mening for virksomheder at satse på denne generation, der også repræsenterer en meget købedygtig andel af befolkningen. Den markante stigning i onlinehandel stiller store krav til net-butikkerne men i særdeleshed også til transportørerne, men samtidig skaber det også muligheder for handels- og logistikerhvervet. Der stilles høje krav til leveringstiden og leveringsstedet, og ved nethandel er der desuden flere kontaktpunkter. Nethandel stiller yderligere krav til logistikken og kræver tre gange mere lagerplads grundet hurtigere lageromsætning, større sortiment og håndtering af returlogistik.³² DSV Panalpina tilbyder alle typer af transport og logistikløsninger og allerede i slutningen af 2018 oprustede de på e-handelsfronten og købte hollandske S&H. Virksomheden bør dermed være godt oprustet til den forventede udvikling.

Den fortsatte stigning i e-handel forventes at bevirke en øget efterspørgsel efter uddannede chauffører.³³ Langt størstedelen af medarbejderne i godstransportbranchen er mænd. Kvinderne udgør 46 pct. af arbejdsstyrken i EU, men ud af det samlede antal godschauffører er kun én pct. kvinder. Denne sammensætning kan vise sig at være kritisk for branchen, der i forvejen kæmper med at halvdelen af lastbilchaufførerne er over 50 år, og 15 pct. er over 60 år. Der er derfor en klar aldersmæssig- og kønsmæssig fordeling, som det er vigtigt at være opmærksom på, så der ikke opstår en stor mangel på arbejdskraft i branchen.³⁴ Udviklingen i beskæftigelsesbehovet afhænger i høj grad også af den teknologiske udvikling, der omtales i det efterfølgende afsnit.

Teknologiske og miljømæssige faktorer:

Afsnittet har til formål at klarlægge de teknologiske tendenser og udviklingsmulighederne i den forbindelse. Samtidig indeholder afsnittet også de miljømæssige faktorer, der unægtelig fylder meget i hele verden, og som i høj grad knytter sig til teknologien.

³¹ <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/senior-boom-i-onlinehandel-langt-de-fleste-aeldre-mellem-6674-ar-shopper-pa-nettet?publisherId=4450455&releaseId=13566577>

³² <https://www.danskindustri.dk/globalassets/billedarkiv/om-di/presse/dokumenter/fremtidens-transport-handel-og-logistik.pdf>

³³ <https://www.danskindustri.dk/globalassets/billedarkiv/om-di/presse/dokumenter/fremtidens-transport-handel-og-logistik.pdf>

³⁴ https://www.avisen.dk/kvinder-skal-redde-den-danske-transportbranche_541438.aspx

I december måned 2019 blev et bredt flertal i Folketinget enig om en ny klimalov. Danmark skal reducere udslippet af drivhusgasser med 70 pct. i 2030. Målet er at blive et lavemissionssamfund, som er ressourceeffektivt, hvor energiforsyningen er baseret på vedvarende energi og hvor udledningen af drivhusgasser er mindre end optagelsen her af. Transportsektoren belaster uden tvivl miljøet, hvorfor producenter og leverandører har arbejdet for at udvikle en renere teknologi, således at nye lastbiler forurener mindre. Et andet vigtigt tiltag er de EU vedtagne normer, der har lagt begrænsninger på niveauet for forurening, hvilket også har været et vigtigt tiltag.³⁵

Alligevel kræver det store investeringer, hvis verdenens transport skal udføres ved brug af grøn energi. Forventeligt vil mange diesellastbiler derfor fortsat køre en del år fremadrettet. I den forbindelse er udviklingen af bedre og mere miljøvenlige dieselmotorer i gang.

Udledningen af CO₂ skal være mindre, men det store spørgsmål er, hvilken form for brændstof fremtidens lastbiler skal køre på, og om diesellastbilen afløses af biogas, biodiesel eller el. Hvis man skal tro salgsdirektøren i Scania Danmark, Anton Freiesleben, vil det være biogas eller biodiesel. Selvom lastbiler der anvender denne type brændsel koster mere, vil udgiften være minimal hvis det deles ud på hver enkelt vare. Derudover tror han på, at kunderne er villige til at betale en smule ekstra for klimavenlig transport. Skal man i stedet tro Claus Jensen, der er produktchef hos Volvo Danmark, holder diesellastbilerne længe endnu.³⁶

I transportbranchen er det ikke kun for vejtransport at kravene er blevet skærpede, det samme gælder nemlig for søfragt. Den internationale maritime organisation, IMO, har besluttet, at der fra januar 2020 skal indføres en brændstofregulering på skibsfart. I dag indeholder brændstoffet op til 3,5 pct. svovl, men fremadrettet er loftet sat til 0,5 pct. Det skærpede krav skal være med til at beskytte miljøet.³⁷

Heller ikke luftfarten er undtaget, her vil EU også stramme reglerne. Helt konkret vil EU forventeligt afskaffe statslige tilskud til fossile brændstoffer og skattefritagelse for indkøb af flybenzin. Samtidig vil de sørge for at etablere et ensartet luftrum over Europa, da flere lande opererer ud fra egne regler.

³⁵ <http://dtl.eu/maerkesager/klima-og-miljoe/>

³⁶ <https://www.danskindustri.dk/di-business/arkiv/nyheder/2019/11/hvad-er-fremtidens-brandstof/>

³⁷ <https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/News/2019/Januar/nye-regler-for-en-groennere-soefragt>

Sidst men ikke mindst vil klima-certifikater blive mere sjældne, da virkningen er tvivlsom. Alle disse tiltag skal bidrage til, at Europa i år 2050 skal være den første klimaneutrale verdensdel.³⁸

Meget tyder på at den teknologiske udvikling under hensyntagen til en grønnere dagsorden, spiller en stor rolle for transportbranchen, og udgør en stor mulighed for aktørerne på markedet. Digitaliseringen stormer ind over branchen, og presser især DSV Panalpina og de øvrige store spillere til at være klar. DSV Panalpina har testet robotter og andre løsninger, og økonomidirektøren Jens Lund har tidligere udtalt, at dette er et 'must'. De forsøger at være på forkant med den teknologiske udvikling, både hvad angår fragt, men i særdeleshed også logistik.³⁹ Dette sker med øje for bæredygtige løsninger og hensyntagen til miljøet som er en del af deres CSR-politik.

Delkonklusion på PEST-analysen:

Ud fra ovenstående analyse kan det konkluderes, at transportbranchen og DSV Panalpina i særdeleshed er påvirket af forholdene i omverdenen. De politiske og lovgivningsmæssige faktorer reguleres i høj grad gennem reglerne for handel i EU, hvor der blandt andet arbejdes på at skabe nemmere adgang til markeder inden og uden for EU. Samtidig søger interesseorganisationer i transportbranchen at skabe lige konkurrencevilkår, for på den måde at undgå blandt andet socialdumping. Disse tiltag er alle til gavn for DSV Panalpina, da nemmere adgang til markeder muliggør hurtigere levering og da lige konkurrencevilkår gør, at der skabes de bedste forhold for de ansatte samtidig med, at DSV Panalpina ikke underbydes af øvrige aktører på markedet. De økonomiske forhold har i høj grad betydning for virksomheden. Verdensøkonomien er i øjeblikket sat i stå, og virksomheden har måtte nedjustere forventningerne til år 2020. Først påvirkede det transporten til og fra Kina efterfulgt af resten af verden. Det nøjagtige omfang kendes endnu ikke men gør uden tvivl et indhug i økonomien.

E-handel viser en klart stigende tendens, hvilket giver flere muligheder for virksomheden. Der er tale om folk i alle aldre der handler online, så selvom der ses et stigende antal ældre i Danmark, har de også en stor 'digital power' og ikke mindst købekraft. Denne udvikling stiller store krav til transport men også logistik og DSV Panalpina har her både store muligheder og fordele i branchen. Det samme gør sig gældende, når man ser på teknologi og miljø. Den teknologiske udvikling er fremskreden for alle typer transport, men med øje for en grønnere verden. DSV Panalpina tager gerne del heri, og har

³⁸ <http://trendsandtravel.dk/eu-strammer-regler-for-luftfart/>

³⁹ <https://shippingwatch.dk/Services/article10300688.ece>

blandt andet testet robotter og andre løsninger samt inkorporeret miljø og bæredygtige løsninger i deres CSR-politik og den måde de driver forretning på.

Kritik af modellen:

Denne form for analyse er i høj grad baseret på historiske forhold. Man kan dog argumentere for, at dette også kan fortælle noget om fremtiden, såfremt det givne marked har en vis form for stabilitet. Hvis man ser på modellen med kritiske briller, fremkommer det som noget af det første, at modellen ikke kommer med en løsning på, hvordan man skal arbejde videre med de fremhævede forhold. Desuden kan modellen være svær at udføre og vedligeholde for virksomheden. Det kan give udfordringer at fremskaffe alle relevante informationer til udarbejdelsen, og forholdene er konstant i udvikling, hvorfor den løbende vedligeholdelse kræver en stor arbejdsindsats og store mængder af data og informationer. Modellen er i sin natur statisk og mangler derfor dynamik. Til trods for både positive og negative ting ved modellen, vil den under alle omstændigheder bidrage til, at virksomheden kan få et indblik i, hvilke forhold der skal arbejdes med.

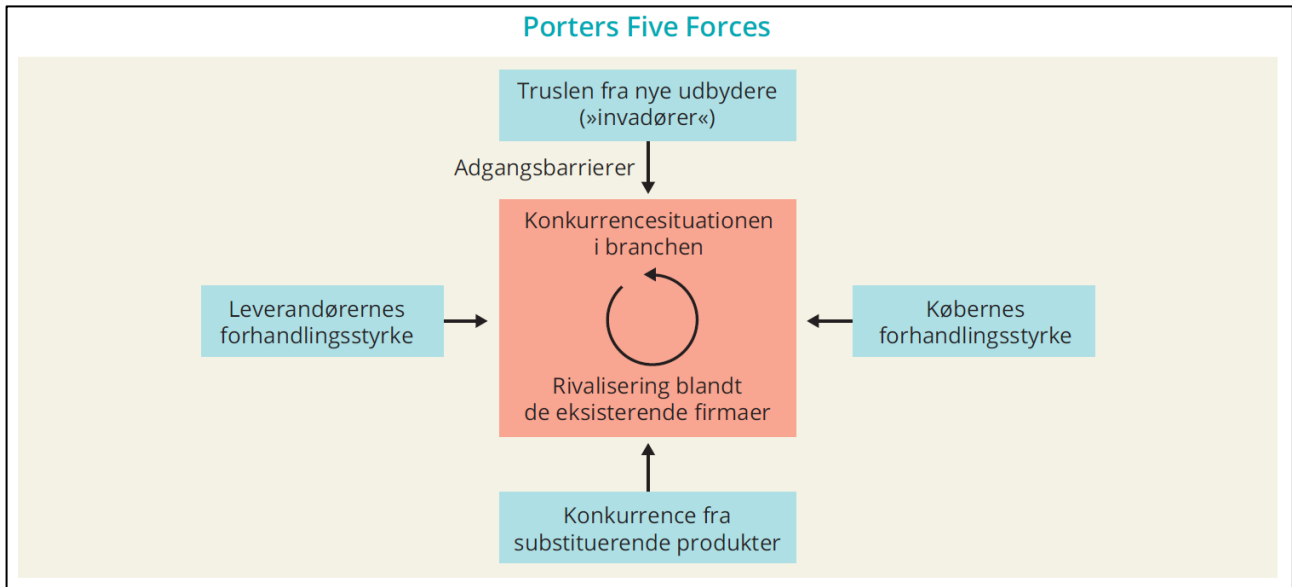
2.1.2 Porters Five Forces

I dette afsnit vil der blive foretaget en brancheanalyse, der giver mulighed for at vurdere konkurrencesituationen i transport- og logistikbranchen samt indtjeningspotentiallet. Porters Five Forces vil blive anvendt til at belyse konkurrencesituationen. Det er en meget statisk model, hvilket kan give udfordringer ved brug af modellen i miljøer som er i konstant udvikling. Til gengæld er modellen relativ simpel at anvende. Den hjælper samtidig med at identificere de væsentligste konkurrencekræfter i branchen. Modellen kan også til en vis grad hjælpe med at forudsige, hvordan en branche vil udvikle sig.

Der er 5 drivkræfter som påvirker indtjeningspotentiallet i en branche:

- Konkurrencesituationen i branchen
- Truslen fra potentielle konkurrenter
- Leverandørernes forhandlingsstyrke
- Kundernes forhandlingsstyrke
- Konkurrence fra substituerende produkter.

Nedenstående figur kan illustrere dette:



Figur 2.6: Porter Five Forces

Resultatet af analysen skal give mulighed for at kunne vurdere om transport- og logistikbranchen er profitabelt, så det kan vurderes om aktørerne på markedet opnår et tilfredsstillende finansielt resultat. Udgangspunktet er, at analysen anvendes på DSV Panalpina og branchen som helhed. Branchen som DSV Panalpina befinder sig i er indenfor transport- og logistikydelser. Eftersom DSV Panalpina er en international virksomhed, vil der blive set på det globale marked.

Konkurrencesituationen i branchen

Konkurrencesituationen i branchen er det centrale element i Porters Five Forces model. Blandt udbydere i transport- og logistikbranchen er der hele tiden en rivalisering, hvor fokus er rettet mod, at stjæle markedsandele fra hinanden.⁴⁰ Måden det gøres på er forskellig fra virksomhed til virksomhed. Nogle virksomheder vil differentiere sig i forhold til deres produkter, mens andre vil satse på prisen som et parameter. Priskonkurrence kan have en ødelæggende effekt for branchens indtjening.⁴¹

Strukturen på forskellige markeder kan variere. På nogle markeder kan der f.eks. kun være en udbyder af en bestemt ydelse, f.eks. DSB og deres monopol på togdrift mellem Sjælland og Fyn. Der er si-

⁴⁰ Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.), s.211

⁴¹ Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.), s.211

denhen kommet flere konkurrenter til. Markedsstruktur og konkurrenceformer kan inddeles i homogene og heterogene markeder, samt hvor mange udbydere der er på markedet.⁴² Når man kigger på transport- og logistikbranchen, er der her tale om konkurrenceformen *oligopol*. Der har i den senere årrække i branchen været en tendens til, at de store virksomheder opkøber både hinanden og flere af de små virksomheder. DSV har bl.a. købt Panalpina, som også var et stort transportfirma. Der er derfor få store udbydere og nogle små i branchen.

Inden Panalpina blev købt af DSV, blev de anset som en af deres største konkurrenter. Udover Panalpina har DSV også konkurrenter som DHL, Schenker og Kuehne + Nagel. I lighed med at DSV Panalpina tilbyder de søfarts-, luftfarts- og vejtransportydelser i hele verden. De nævnte konkurrenter har ligeledes opkøbt andre virksomheder for at opnå større markedsandele, og det vurderes derfor at rivaliseringen i branchen er stærk.

Sammenfatning af konkurrencesituationen i branchen:

I transport- og logistikbranchen er der tale om konkurrenceformen *oligopol*. Der har været en tendens til, at flere af de større aktører er begyndt at opkøbe hinanden eller de mindre virksomheder for, at opnå en større markedsandel. Rivaliseringen i branchen vurderes til at være stærk.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Styrkeforholdet til en virksomheds leverandører kan få en væsentlig indflydelse på virksomhedens indtjeningsevne. Hvis en virksomhed er for afhængig af en leverandør, kan det udgøre en risiko, som gør at virksomheden bliver presset på indtjeningsevnen. Det er derfor vigtigt, at virksomheden sørger for at mindske afhængigheden til leverandørerne og sprede virksomhedens risiko ud på flere leverandører.

Hvis man ser på markedet for vejtransport, er der et stort udbud af underleverandører. Ifølge en opgørelse fra Danske Vognmænd er der i 2019 registreret ca. 36.000 vognmandstilladelser og knap 34.000 vognmandsvirksomheder.⁴³ DSV Panalpina kan på grund af deres størrelse presse de mange underleverandører på prisen, og på den måde sikre deres kunde den bedst mulige pris i forhold til vejtransport. Tal fra Vejdirektoratet har dog vist at 84 pct. af de lastbiler der i 2018 krydsede den

⁴² Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.), s.206

⁴³ <http://dtl.eu/media/2572/antal-vognmandsvirksomheder-og-tilladelser-08-11-2019.pdf>

danske grænse var udenlandske. Det er en udvikling som er sket over en årrække og skyldes bl.a., at antallet af lavtlønnede chauffører fra Østeuropa er steget markant. Det presser de danske vognmænd, fordi de skal betale løn efter danske overenskomster, og derfor ikke kan være med på det niveau.⁴⁴ Det giver til gengæld en fordel ved udenlandske aktører, fordi den udgift DSV Panalpina vil have til dem er lavere end til danske vognmand. Det vurderes at leverandørernes forhandlingsstyrke er dårlig i forhold til DSV Panalpina.

De mange udbydere giver DSV Panalpina mulighed for at presse prisen og vælge den vognmand, som kan give den bedste ydelse til laveste udgifter.

Med købet af Panalpina er DSV blevet en global logistikgigant, hvor sø- og luftfragt fylder mest i regnskabet. Den oprindelige aktivitet med landtransport er begyndt at spille en mindre rolle.⁴⁵ Årsregnskabet fra 2019 viser at 67 pct. af driftsindtjeningen kommer fra luft- og søfragt. I denne sektion er væksten alene steget med 12,1 pct. fra 2018. Købet af Panalpina har været en medvirkende årsag til denne stigning, og medført en ny tilstedeværelse på markedet indenfor sø- og luftfragt.⁴⁶ Grundet DSV Panalpinas vækst indenfor luft- og søfragt begynder de at have flere kunder indenfor den sektor, hvilket gør dem afhængig af leverandørerne indenfor denne sektor.

Udbruddet af coronavirus rammer også sø- og luftfragten hårdt, og har ligeledes medført en øget stigning i fragtpriserne. Det gælder både godstransport i luften, til søs og til lands.⁴⁷ Det er særligt luftfragten, hvor priserne er steget. Mange varer bliver transporteret med passagerfly, og eftersom størstedelen af alle passagerfly er sat i bero, stiger efterspørgslen på fragtfly, og det resulterer i prisstigninger.⁴⁸ DSV Panalpina kan ende i en svækket forhandlingsposition over for sine underleverandører, hvis flere af dem begynder at hæve priserne. Leverandørernes samlede forhandlingsstyrke vurderes derfor til at være god.

Solutionsområdet er anderledes i forhold til de andre markeder. Her handler det om at have gode aftaler med udlejere af lagerbygninger, samt leverandører af materiel til gennemførelse af driften. Lejeaftaler med udlejerne afhænger typisk af det lokale marked. Det kan her være svært at presse

⁴⁴ <https://fagbladet3f.dk/artikel/udlaendinge-har-overtaget-naesten-al-transport-over-danske-graenser>

⁴⁵ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/det-handler-om-skibe-og-vinger-luft-og-soefragt-dominerer-nu-hos-dsv>

⁴⁶ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/det-handler-om-skibe-og-vinger-luft-og-soefragt-dominerer-nu-hos-dsv>

⁴⁷ <https://finans.dk/erhverv/ECE12019841/coronakrisen-faar-fragtpriser-til-at-flyve-i-vejret/?ctxref=ext>

⁴⁸ <https://finans.dk/erhverv/ECE12019841/coronakrisen-faar-fragtpriser-til-at-flyve-i-vejret/?ctxref=ext>

leverandøren på f.eks. huslejen, fordi der kan være få leverandører af lagerbygninger. Det vurderes derfor at leverandørernes samlede forhandlingsstyrke indenfor solutionsområdet er moderat til god.

Sammenfatning af leverandørernes forhandlingsstyrke:

Afhængig af hvilken division leverandørerne hører under, er deres forhandlingsstyrke forskellig. Sammenligner man Road Division med de to andre divisioner er deres forhandlingsstyrke dårligere end de to andre. I Air & Sea divisionen er udfordringen de stigende priser grundet Covid-19, hvilket giver leverandørerne en fordel, og solutionsområdet er anderledes, idet man her er nødt til at tilpasse sig det lokale marked.

Truslen fra potentielle konkurrenter

Når en virksomhed er i gang med sine strategiske overvejelser, er truslen fra potentielle konkurrenter et vigtigt element. Hvis der i branchen forventes stor vækst, eller der er gode indtjeningsmuligheder, vil det være attraktivt for nye udbydere at gå ind på markedet. Truslen fra potentielle konkurrenter afhænger af adgangsbarriererne. Det kan bl.a. være kapitalkrav, stordriftsfordele, patenter med flere.⁴⁹

DSV står for transporten inde på landjorden, hvorimod rederierne fragter varer på vandet. Sådan har fordelingen været længe, men virksomheder som A.P. Møller Mærsk har planer om at udvide deres forretning til nye områder. For at det kan realiseres, skal der ske store investeringer i nye områder.⁵⁰ DSV kan mærke, hvordan containerrederierne begynder at udvide sine forretningsområde til bl.a. transport på landjorden. DSV har forsøgt at købe selskabet Ceva Logistics, som er et logistikelskab, men selskabet blev solgt til franske CMA i stedet. CMA har ligesom Mærsk planer om at udvide sin forretning uden for shippingmarkedet.⁵¹ Med erhvervelsen af Ceva Logistics har CMA mulighed for at tilbyde logistik løsninger – et marked DSV befinder sig på med deres Solution Division.

Et andet eksempel på en virksomhed som udvider sine forretningsområder er schweiziske Kuehne + Nagel, som er en konkurrent til DSV Panalpina. De har erhvervet sig hollandske Rotras transportaktiviteter til lands samt deres logistiske aktiviteter. Opkøbet af Rotra er et strategiske skridt for Kuehne

⁴⁹ Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.), s. 215

⁵⁰ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/dsv-advarer-maersk-om-at-komme-for-taet-paa-det-vil-vaere-relativt>

⁵¹ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/dsv-advarer-maersk-om-at-komme-for-taet-paa-det-vil-vaere-relativt>

+ Nagel, for at udvide deres netværk til lands, og dermed skabe sig en stærk position i alle større markeder.⁵² Kuehne + Nagel har kun valgt at købe Rotras aktiviteter indenfor vejtransport samt deres logistiske aktiviteter. Kuehne + Nagel har selv aktiviteter indenfor luftfragt, søfragt og vejtransport.⁵³ Med købet af Rotra kan de nu tilbyde samme ydelser som DSV Panalpina og bliver dermed en endnu større konkurrent.

DSV Panalpina kan opleve at nuværende samarbejdspartnere kan blive nye konkurrenter, fordi flere af dem begynder at udvide deres forretning til nye områder. CMA kan som tidligere nævnt, med købet af Ceva Logistics tilbyde logistik løsninger, og det vil tiltrække kunder, som måske førhen har brugt DSV Panalpina. Som tidligere nævnt kræver det at virksomheder, som A.P Møller Mærsk og CMA skal foretage store investeringer for at kunne udvide til nye områder. I den forbindelse vil der være nogle adgangsbarrierer, som de skal forholde sig til. Det kræver stor likviditet at foretage investeringer for at komme ind på et nyt område. Hvis virksomhederne skal have en chance, skal de købe nogle af de større virksomheder, ligesom CMA har gjort. Efterfølgende skal virksomhederne ud og skabe sig et image på det nye forretningsområde, så kunderne får kendskab til virksomheden.

Ud fra ovenstående vurderes det at forhandlingsstyrken hos truslen fra potentielle kunder pt. er svag. Der skal tages mange forbehold, og der skal foretages mange store investeringer før flere af virksomhederne kan konkurrere med DSV Panalpina. Når det så er sagt, skal DSV Panalpina stadig være opmærksom på f.eks. de store rederivirksomheder. Flere af dem har udvidelse i støbeskeen, og når det først er blevet en realitet, går de hen og kan konkurrere på de samme parametre som DSV Panalpina gør, og dermed forbedres deres forhandlingsstyrke også.

Sammenfatning af truslen fra potentielle konkurrenter

Nuværende samarbejdspartnere kan gå hen og blive konkurrenter i fremtiden, fordi virksomhederne begynder at udvide deres forretningsområder til områder DSV Panalpina opererer indenfor. Virksomheder som A.P Møller Mærsk og CMA vil opleve, at der er adgangsbarrierer såsom kapitalkrav. De skal investere i andre forholdsvis store virksomheder, hvis de skal komme på niveau med f.eks. DSV

⁵² <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/dsv-panalpina-konkurrent-koeber-hollandske-aktiviteter-65p0l>

⁵³ https://dk.kuehne-nagel.com/da_dk/top-links/om-os/

Panalpina. Det vurderes derfor at forhandlingsstyrken pt. er svag, men på den lange bane kan den ændre sig, fordi flere rederier f.eks. kan tilbyde samme ydelser som DSV Panalpina.

Kundernes forhandlingsstyrke

Forhandlingsstyrken ved kunderne, kan have en stor indflydelse på virksomhedens indtjeningssevne. Når en logistikkunde skal vælge en udbyder er det prisen, som er i centrum. Det er det samme, som ved online handel, hvor der også er fokus på, hvorvidt varen bliver leveret med eller uden fragtomkostninger.

Fremtiden indenfor transport kommer til at bære meget præg af adgangen til data. Forbrugerne vil i dag kunne følge deres bestilling, og virksomheder, som køber transport, forventer derfor at transportøren kan levere data som f.eks. Track and Trace.⁵⁴ Ligeledes er opmærksomheden på miljøet begyndt at få en væsentlig rolle indenfor transportbranchen.

Kundesegmentet i transportbranchen er forholdsvis bredt. Der er tale om multinationale virksomheder, som f.eks. skal have fragtet tøj fra Kina og ud til alle deres butikker i lande verden over, til små virksomheder og private. DSV Panalpina er ikke afhængig af de enkelte kunder. Der vil altid være nogen, som skal have fragtet en form for gods, og derfor vil kundernes forhandlingsstyrke afhænge meget af deres størrelse og behovet for transportydelser.

Sammenfatning af kundernes forhandlingsstyrke

I den efterhånden meget digitale verden vi i dag lever i, er adgangen til data blevet et vigtigt element hos kunderne. Forbrugerne forventer at kunne følge deres bestilling, og kunderne efterspørger derfor løsninger, hvor transportørerne kan levere denne mængde data og information til forbrugerne. Forhandlingsgrundlaget for kunden afhænger af størrelsen på kunden. En kunde som H&M eller IKEA vil have en stærk forhandlingsstyrke, fordi de har mange varer der skal transporteres, og er af en sådan størrelse, at DSV Panalpina gerne vil have dem som kunde.

⁵⁴ <https://www.businessinsights.dk/transport-logistik/fremtidens-transportopgaver-drives-af-kunder-og-data/>

Konkurrence fra substituerende produkter

I en branche kan der være konkurrence fra forskellige udbydere med samme produkt, dvs. en snæver konkurrence. Der kan også være konkurrence fra forskellige udbydere af et substituerende produkt, dvs. den brede konkurrence. I nogle tilfælde vil truslen fra et substituerende produkt være særdeles stærk, og kan endda være afgørende for konkurrencesituationen i branchen.⁵⁵

Umiddelbart er transportbranchen ikke præget af konkurrence fra substituerende produkter. Transport af varer fra A til B, foregår stadig med de metoder vi kender i dag. Alligevel kan den digitale udvikling gå hen og blive en konkurrent til transportbranchen.

Den digitale udvikling er væltet ind over transportbranchen og har presset bl.a. DSV Panalpina til at udvikle sig og være nytænkende i forhold til digitalisering. DSV har bl.a. nytænkt pakkeprocessen af make-up og ved hjælp af maskiner skal medarbejderne ikke bevæge sig særlig meget, hvilket betyder, at DSV Panalpina sparer tid, penge og vinder nye kunder.⁵⁶

På grund af digitaliseringen ved man mere om kundernes og slutbrugernes behov. Flere slutbrugere går meget op i leveringsomkostninger, samt at de kan følge deres levering via track and trace og på den måde hele tiden være orienteret omkring deres pakke.⁵⁷ Informationen omkring kunderne og slutbrugernes ordrer er i høj grad et konkurrenceparameter. Den virksomhed der kan tilbyde den bedste service indenfor dette område vil være bedre rustet end andre virksomheder.

DSV Panalpina er begyndt at anvende datamodeller til at forudsige kundernes behov. Det er gået hen og blevet en nødvendighed, så de kan tilpasse teknologierne bedst muligt til deres virksomhed, og samtidig indfri kundernes behov.⁵⁸

Den digitale og teknologiske udvikling betragtes derfor som konkurrence fra substituerende produkter. Det er en trussel som flere topchefer tager alvorligt hvorfor de sænker deres tro på vækst.⁵⁹ Det er vigtigt, at man som virksomhed springer på toget med den digitale udvikling, ellers risikeres, at løbet er kørt når man indser, at det er sådan fremtiden bliver. For at kunne følge med den digitale udvikling er det vigtigt, at virksomheden har kyndige medarbejdere med den fornødne knowhow,

⁵⁵ Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.), s. 213

⁵⁶ <https://shippingwatch.dk/Services/article10300688.ece>

⁵⁷ <https://www.businessinsights.dk/transport-logistik/fremtidens-transportopgaver-drives-af-kunder-og-data/>

⁵⁸ <https://shippingwatch.dk/Services/article10300688.ece>

⁵⁹ <https://shippingwatch.dk/Rederier/article11545662.ece>

som kan analysere sig frem til, hvilken løsning man som virksomhed skal gøre brug af. Ud fra ovenstående vurderes det, at konkurrencen af substituerende produkters forhandlingsstyrke er høj. Det er en nødvendighed at virksomhederne tager den digitale udvikling til sig og følger med tiden.

Sammenfatning af konkurrence fra substituerende produkter

Den digitale udvikling er væltet ind over transportbranchen og presser flere af aktørerne til at være innovative. I DSV Panalpina har man bl.a. nytænkt pakkeprocessen ved hjælp af maskiner, hvilket betyder, at der kan spares tid og penge og samtidig vindes nye kunder.

Digitaliseringen har bl.a. medført øget kendskab til kunden og slutbrugerens behov, og dette er i høj grad et konkurrenceparameter. DSV Panalpina er begyndt at anvende datamodeller, for at kunne forudsige kundernes behov. Dette er en nødvendighed, hvis de skal kunne følge med udviklingen.

Den digitale og teknologiske udvikling vurderes derfor som et substituerende produkt, og dennes forhandlingsstyrke er stærk. Det er vigtigt virksomhederne er opmærksomme og sørger for at tilpasse deres setup, så de kan levere den information som kunden og slutbrugere er begyndt at efterspørge.

Konklusion på Porters Five Forces

Konkurrenceformen inden for transport- og logistikbranchen er oligopol. Tendensen i branchen har i de senere år været, at flere af de større aktører er begyndt at opkøbe hinanden eller de mindre virksomheder, for at opnå en større markedsandel. Rivaliseringen i branchen vurderes til at være stærk. Når man kigger på leverandørernes forhandlingsstyrke, er den forskellig, afhængig af hvilken division man ser på. Air & Sea division er udfordret med stigende priser grundet coronavirus, hvilket giver leverandørerne en fordel i forhold til deres forhandlingsstyrke. Grundet de mange udbydere i Road divisionen er deres forhandlingsstyrke dårligere.

Nuværende samarbejdspartnere kan gå hen og blive konkurrenter i fremtiden. Virksomheder som A.P. Møller Mærsk og CMA er begyndt at udvide deres forretningsområder. Dette kræver store investeringer og på den lange bane bliver det en konkurrence til DSV Panalpina, fordi A.P. Møller Mærsk og CMA kan tilbyde de samme ydelser som DSV Panalpina tilbyder.

Udviklingen i den digitale verden har indflydelse på både kundernes forhandlingsstyrke og konkurrencen fra substituerende produkter. Slutbrugerne forventer at kunne følge deres bestilling, og kunderne begynder derfor at efterspørge løsninger, hvor transportøren kan levere denne mængde data og information til forbrugerne. Derudover påvirker den digitale udvikling virksomhederne og deres forretningsgange. DSV Panalpina og de andre virksomheder skal begynde at tænke digitalisering ind i måden de håndterer og tilbyder deres ydelser. Hvis de ved hjælp af robotter eller anden form for teknologi kan gøre f.eks. pakkeprocessen mere effektiv, kan der spares tid og penge og samtidig vindes nye kunder.

For at DSV Panalpina fortsat kan være førende indenfor transport- og logistikbranchen, skal de have stort fokus på teknologien, og hvilken teknologi de kan anvende i deres virksomhed, så de optimerer så mange processer som muligt. Der vil altid være gods, som skal transporteres, men den virksomhed som kan leve op til de fleste af kundens krav, også indenfor den teknologiske verden, vil klart have en fordel i forhold til de andre virksomheder.

Kritik af Porters Five Forces

Porters Five Forces er bedst at anvende på simple markeder. Hvis markedet bliver for komplekst, kan det være svært at analysere alle 5 elementer i modellen. Det kan bl.a. være et marked med mange konkurrenter, der kan gøre analysedelen af konkurrenterne meget vanskelig.

Modellen er kritiseret for at være for statisk, i forhold til at den anvendes på områder og brancher, som hele tiden er i udvikling. Derudover er alle 5 elementer i modellen lige vigtige. Det er ikke altid tilfældet i alle virksomheder, da der højst sandsynligt vil være nogle af elementerne, som virksomheden har mere fokus på.

Porters Five Forces tager ikke højde for forskellige kulturer eller interne forhold i virksomheden. Modellen danner mest et overblik over branchesituationen i en given branche, og det vil være nødvendigt at supplere med flere analyser, før man kan danne sig et overblik over branchen og konkurrenterne.

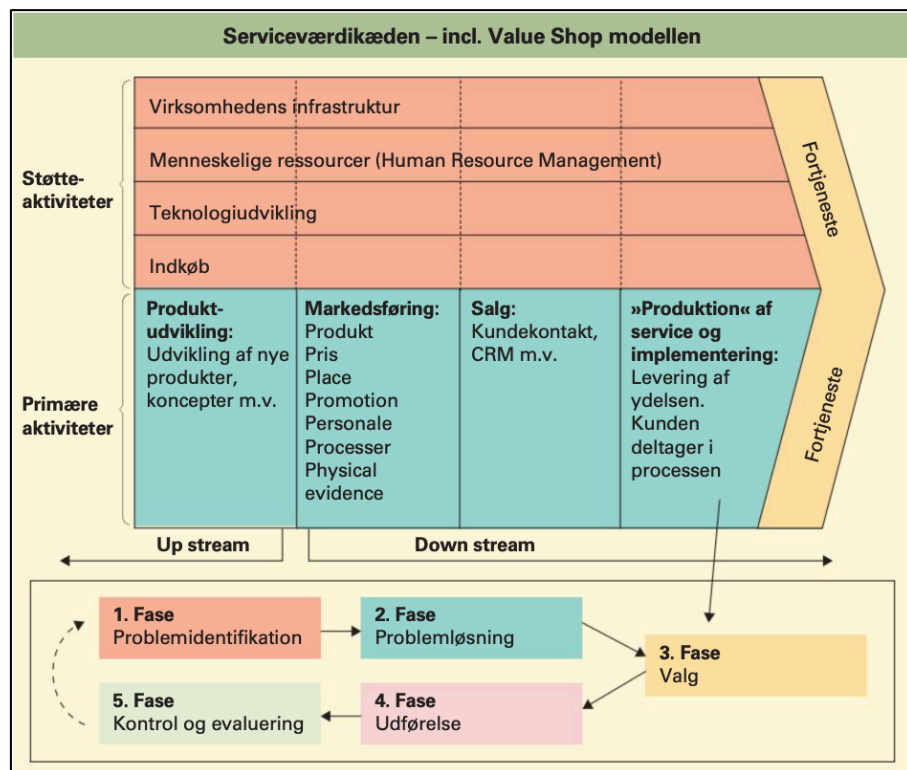
2.2 Intern analyse

I det kommende afsnit vil der blive foretaget en analyse af DSV Panalpina's nærmiljø. Der vil blive udarbejdet en værdikæde analyse, men udgangspunkt i en serviceværdikæde. Derudover vil der blive foretaget en analyse af DSV Panalpina's konkurrence- og vækststrategi.

2.2.1 Værdikæde analyse

Når værdikæden analyseres, er det for at klarlægge de ressourcer og kompetencer, der især skaber værdi for virksomhedens kunder. Analysen muliggør en identifikation og vurdering af de aktiviteter, der sikrer virksomhedens konkurrencemæssige fordele.

Værdikæden består, når der er tale om en servicevirksomhed, af otte forskellige aktiviteter, som er inddelt i fire primære- og fire supportaktiviteter. De primære aktiviteter er dem der bidrager til produktudvikling, markedsføring og salg af selve produktet. Disse kan inddeles i upstream- og downstreamaktiviteter. Supportaktiviteterne går hver især på tværs af de primære aktiviteter, og derfor fremgår de fire supportaktiviteter i princippet i hver af de primære aktiviteter. Værdikædens otte elementer bidrager sammen til virksomhedens fortjeneste. Værdikædens opbygning vises i figur 2.7.⁶⁰



Figur 2.7: Porter værdikæde for servicevirksomheder

⁶⁰ Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.), s. 50

De otte elementer gennemgås enkeltvis her nedenfor. Primære aktiviteter i en servicevirksomhed vil blive analyseret i en cirkulær, problemløsende proces, for at få størst muligt udbytte af modellen.

Primære aktiviteter

Produktudvikling

DSV Panalpina tilbyder alle typer af transport- og logistikløsninger. Der er tale om vejtransport, luftfragt, søfragt, industrielle projekter, kurér- og ekspresservice, lagerhotel, logistikløsninger og specialiserede løsninger. De forskellige løsninger er inddelt i de tre divisioner DSV Road, DSV Air & Sea og DSV Solutions.

Der udvikles løbende på deres produkter, hvor de blandt andet i slutningen af 2019 udvidede sin leveringstjeneste i Canada, og indgik en fragtaftale med en dronevirksomhed. Dette skal være med til at optimere leveringstjenesterne og samtidig bidrage til virksomhedens langsigtede vision om at åbne for nye servicetilbud og markeder.⁶¹ Ved overtagelsen af Panalpina fik området for luftfragt desuden adgang til en ny service, idet de nu disponerer over deres eget fly. På den måde kan de nu servicere danske kunder med helt særlige behov.⁶²

Markedsføring og salg

Markedsføring og salg handler ikke kun om en virksomheds produkt og prisen. Når der er tale om køb af en serviceydelse, er det ofte fornemmelser, følelser og den personlige interaktion der spiller en rolle, idet der ikke er tale om et håndgribeligt produkt. Derfor har de medarbejdere en kunde er i kontakt med en vigtig betydning. Hos DSV Panalpina beskriver de sig selv som en global familie, idet der er omkring 60.000 ansatte i 80 forskellige lande. De lokale kontorer har selv stor medbestemmelse og beslutningerne kan derfor træffes, hvor kunderne er. På den måde kan der skabes en god personlig interaktion med kunden. Som kunde er der desuden mulighed for at gøre brug af virksomhedens hjemmeside. Denne beskriver de forskellige produkter, forskellige forhold omkring virksomheden og indeholder desuden konkrete kundecases. Fornemmelsen og følelsen af at der er tale om en professionel virksomhed skinner igennem. Desuden er der flere forskellige måder at komme i kontakt med virksomheden på, og tilgængeligheden er derfor høj for kunderne.

⁶¹ <https://scm.dk/dsv-opjusterer-med-dronesamarbejde>

⁶² <https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/News/2019/Oktobre/dsv-boing-747-sikrer-fuld-kontrol>

Markedsføringen sker også igennem virksomhedens sponsorater, donationer og bidrag til events. Der gives støtte til Børnecancerfonden og derudover støtter de løbende Danmarks Indsamlingen. DSV Panalpina har desuden været medsponsor på Broløbet Storebælt over en lang årrække. Alle disse tiltag spiller på kundernes følelser og skaber et positivt syn på virksomheden.

'Produktion' af service og implementering

Den sidste primære aktivitet er 'Produktion' af service og implementering. Denne kan bedst beskrives ved brug af Value Shop Modellen, der består af de fem underfaser problemidentifikation, problemløsning, valg, udførelse og kontrol og evaluering. Tanken hermed er at identificere kundens behov og løse dette. Værdiskabelsen sker ved, at virksomheden er i stand til at løse problemerne bedre for en kunde, grundet informationsniveau, ekspertise og erfaringer fra lignende situationer.

Et godt eksempel på hvordan DSV Panalpina formår at skabe værdi for deres kunder, er den aftale, der er indgået med det finske firma Marimekko i slutningen af 2019. Virksomhederne har været samarbejdspartner i flere år, men tidligere har der kun været tale om transport af varer. Deres samarbejde omkring e-handel begyndte i starten af 2019, da Marimekko åbnede en webshop i Kina og brugte DSV Panalpina som deres lagerpartner. Den nye aftale indebærer at DSV Panalpina skal håndtere alle lageraktiviteter og flere yderligere tjenester. Grundet deres informationsniveau og erfaringer fra øvrige kunder, kan de løse det konkrete problem, og samtidig bidrage til en hurtigere levering.⁶³

Support aktiviteter:

Indkøb

Virksomhedens indkøb består i høj grad af udvælgelsen af leverandører. DSV Panalpina hyrer lastbiler, skibe og fly ind, idet de opererer ud af en asset-light forretningsmodel. Formålet hermed er at binde mindst mulig kapital. Virksomheden er derfor afhængig af sine underleverandører, hvorfor det er vigtigt at udvælge de rigtige.⁶⁴

⁶³ <https://www.dsv.com/About-DSV/media/latest-news/2019/12/DSV-signs-new-partnership-agreement-with-Marimekko-Finland>

⁶⁴ <https://www.danskenergi.dk/nyheder/tung-transport-er-hard-nod-knaekke>

Teknologi

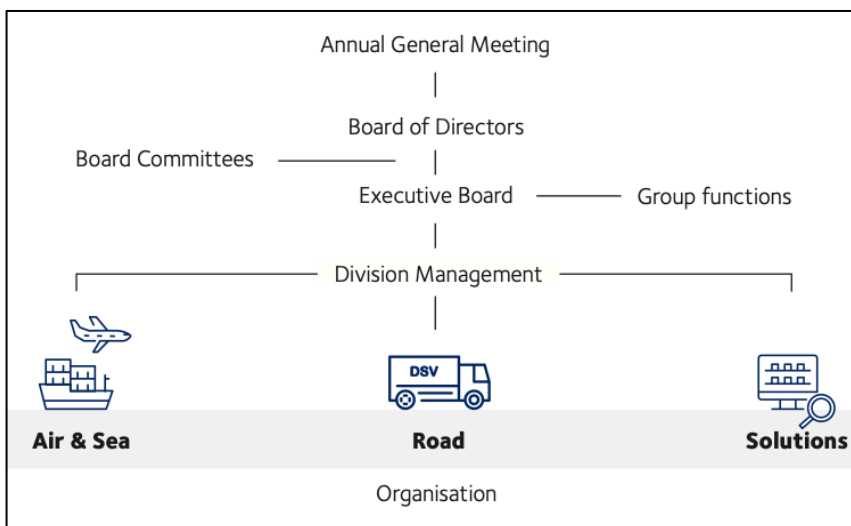
Virksomhedens generelle tilgang til teknologi er at anskue det som nye muligheder. Med baggrund heri søger virksomheden at udvikle deres services, systemer og procedure for at sikre et konkurrencedygtigt produkt. Et godt eksempel herpå er test af robotter og automatisering af lagerprocessor.

Menneskelige ressourcer

For at fastholde og tiltrække nye kollegaer er det vigtigt, at virksomheden sikrer sig, at der er tale om en attraktiv arbejdsplads. DSV Panalpina har sørget for et motiverende arbejdsmiljø gennem uddannelse, kurser, et trainee program og meget mere.⁶⁵

Infrastruktur

Organisationen af virksomheden og ledelsen er opbygget ved en relativt flad organisationsstruktur der ser ud som følgende:



Figur 2.8: Organisationsstruktur DSV Panalpina

Opgaverne løses decentralt, og der er derfor tale om en demokratisk ledelsesstil. Denne struktur bidrager til en tættere relation til kunderne.

Virksomheden lægger vægt på at levere kvalitet og har derfor udarbejdet en kvalitetspolitik, der har til formål at skabe øget kundetilfredshed, være konkurrencedygtige og have tilfredse interessenter.

⁶⁵ <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a176f8d6-17d9-4852-9e02-6c5c5d8b651c>

Delkonklusion på værdikæde analyse

Ved brug af værdikæden ved servicevirksomheder er det vigtigt at være opmærksom på, at det er i serviceprocessen at værdien skabes. Det er derfor ikke muligt at isolere kernekompetencen til en enkelt aktivitet, som ved den traditionelle værdikæde. Det kan være udfordrende for virksomheden at arbejde med produktudvikling, idet de allerede tilbyder alle former for transport og logistikløsninger. Alligevel har de fokus på alternative leveringsformer og har det seneste år tilført både dronelevering og eget fly til virksomheden.

Markedsføring og salg er målrettet i forhold til kundens oplevelse og følelser. Virksomhedens tilgængelighed er høj og samtidig med gives der sponsorater, donationer og bidrag til events, som appellerer til kundernes følelser. På den måde er der blevet skabt et positivt syn på virksomheden. Dette indtryk skabes også via konkrete kundecases på DSV Panalpinas hjemmeside. Informationsniveau og erfaringer fra øvrige kunder gør det muligt at løse et konkret problem for en nuværende eller fremtidig kunde relativt hurtigt. Denne erfaring og muligheden for problemløsning ligger i høj grad i virksomhedens støtteaktiviteter, hvor organisationen er opbygget med fokus på de rette medarbejdere, at følge med den teknologiske udvikling og ikke mindst at udvælge de rette underleverandører, så asset-light modellen fortsat er en succes. DSV Panalpinas værdikæde er stærk, hvilket også afspejles i virksomhedens store fortjeneste,

Kritik af modellen:

Porters værdikæde er tænkt og udviklet i industrialderen, hvorfor den i høj grad henvender sig til produktionsvirksomheder. Modellen er derfor ikke tilpasset til organisationer der ikke leverer et fysisk produkt. Hvis modellen skal bruges til sådanne virksomheder vil det kræve en tilpasning af nogle af elementerne, ligesom i ovennævnte tilfælde for DSV Panalpina. Derudover udviser modellen i nogen grad silotænkning, og mangler derved tænkning på tværs af afdelinger i organisationen, hvilket anses for at være en svaghed ved modellen.

2.2.2 Konkurrence- og vækststrategi

I den interne analyse vil der blive foretaget en analyse af konkurrencestrategien og vækststrategien som DSV Panalpina anvender.

Konkurrencestrategier

For at kunne besvare afhandlingens første underspørgsmål, vil bl.a. Porters generiske konkurrencestrategi blive anvendt til at belyse, hvilken strategi DSV Panalpina anvender for at opnå bedst mulige konkurrencemæssige fordele.

I figur 2.9 nedenfor vises de forskellige konkurrencestrategier, der er bygget op omkring andel af totalmarkedet, samt om virksomheden har et produkt med lave omkostninger eller det er et unikt produkt.

Generiske strategier			
		Konkurrencefordel	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Bearbejdet marked	Stor andel af total-marked	Omkostningsleder Lav pris	Differentiering Høj pris
	Lille andel af total-marked	Omkostningsfokus Lav pris	Fokuseret differentiering Høj pris

Figur 2.9: Porters generiske strategier

En virksomhed har mulighed for at opnå konkurrencefordele på to måder. Enten ved at have lavere omkostninger i forhold til sine konkurrenter, eller ved at tilbyde et unikt produkt, som dens konkurrenter ikke kan tilbyde.⁶⁶

Siden DSV blev grundlagt tilbage i 1976, har virksomheden været underlagt store forandringer. De er gået fra at være en mindre transportvirksomhed til at opkøbe den ene virksomhed efter den anden. Deres seneste køb er det schweiziske transportfirma Panalpina, som blev købt tilbage i 2019. Købet af Panalpina resulterede i, at DSV kunne styrke udbuddet af ydelser overfor deres kunder. Det har været med til at forbedre deres konkurrencemæssige situation i branchen. Opkøbet resulterede lige-

⁶⁶ Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.), s.110

ledes i, at DSV Panalpina til sammen har en størrelse på 118 mia. kr. og mere end 60.000 medarbejdere fordelt over 80 lande.⁶⁷ Inden DSV købte Panalpina, havde de udfordringer med at skabe stordriftsfordele, fordi de ikke selv ejede lastbiler, fragtskibe mv. Købet af Panalpina har gjort det muligt for DSV at skabe stordriftsfordele, fordi Panalpina selv har transportmuligheder. Ud fra ovennævnte vurderes det, at DSV Panalpina har en stor andel af markedet.

Figur 1.1 fra Finans.dk viser, at DSV Panalpina er den største aktør indenfor transport- og logistikbranchen. Ifølge DSV har de et ønske om at være en førende global leverandør af transport- og logistikydelser, som opfylder kundernes behov. Deres mål er ligeledes at have høj vækst, samt være blandt de mest lønsomme i branchen.⁶⁸ DSV Panalpina tilbyder transport og logistik løsninger inden for 3 divisioner:

- DSV Road
- DSV Air & Sea
- DSV Solution

Denne inddeling har bl.a. gjort, at hver division kan have fokus på den kundegruppe, som de henvender sig til. Det er derfor kompetente medarbejdere som bl.a. arbejder i divisionen DSV Road. De er specialiseret i at finde den bedste løsning til kunden indenfor denne division. Dette har bl.a. været med til, at DSV Panalpina i dag har en *stor andel af totalmarkedet*.

Hvis man skal have succes er det vigtigt, at man kan differentiere sig fra sine konkurrenter. I DSV Panalpinas vision står der bl.a.:

"We want to be a leading global supplier, fulfilling the customer needs for transport and logistics services, targeting extensive growth and being among the most profitable in our industry"

For at DSV Panalpina skal være førende indenfor branchen, skal de levere en ydelse af en hvis kvalitet, som kunderne er villige til at betale mere for, sammenlignet med en ydelse hos en konkurrent. DSV Panalpina anvender asset-light forretningsmodellen, hvilket betyder, at transporten af varerne bliver udført af deres underleverandører, som f.eks. kan være vognmænd, rederier og fragtselskaber.⁶⁹

⁶⁷ https://www.soefart.dk/article/view/654500/nu_skulle_den_vaere_hjemme_dsv_kober_panalpina

⁶⁸ <https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Vision>

⁶⁹ <https://www.dsv.com/About-DSV/partners-and-subcontractors>

DSV Panalpina har et godt netværk af partnere og underleverandører, og det gør, at de kan koncentrere sig om deres kernekompetence – den logistiske del af transportydelsen. En anden fordel ved benyttelse af underleverandører er besparelsen ved ikke selv at eje driftsmidler. Der er ingen vedligeholdelse og faste omkostninger af lastbiler, fragtskibe, flyvemaskiner mv. Det gør det muligt for DSV Panalpina at tilpasse sin produktion i forhold til efterspørgslen.

Ud fra ovenstående vurderes det, at DSV Panalpina anvender konkurrencestrategien *omkostningsleder*. Deres opkøb af Panalpina har givet mulighed for stordriftsfordele, samt mulighed for at opnå meget fordelagtige aftaler med deres underleverandører. Resultatet af anvendelsen af asset-light modellen giver lavere omkostninger, og en effektiv distribution.

Selvom DSV Panalpina anvender omkostningsleder som deres konkurrencestrategi, er det stadig vigtigt for dem at kunne differentiere sig fra sine konkurrenter og på den måde tilbyde et unikt produkt til sine kunder.

Kritik af Porters Generiske konkurrencestrategier

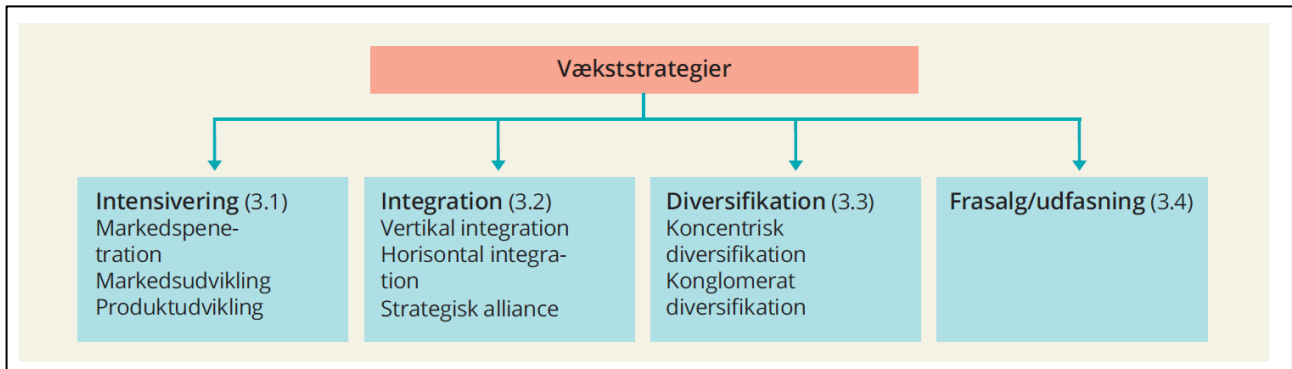
Ifølge Porter kan en virksomhed kun opnå succes, hvis den anvender en af de 4 konkurrencestrategier. Porter mener ligeledes at en virksomhed klarer sig bedst, hvis den følger en ren konkurrencestrategi og ikke en blandingsstrategi. Virkeligheden er dog en anden og med tiden har udviklingen gjort, at virksomheder har mulighed for at have lave omkostninger samt tilbyde et unikt produkt.

Den teknologiske udvikling har medført, at virksomheder kan producere høj kvalitetsprodukter effektivt men uden at omkostningerne løber i vejret.

Vækststrategier

En virksomheds ambitioner er altid at opnå så høj en vækstrate som muligt i forhold til omsætning af markedsandele. Vækst kan være med til at forøge aktionærværdien og gøre virksomheden mere attraktiv for eventuelle nye investorer. Selvom en virksomhed opnår en høj vækstrate er det ikke ensbetydende med at aktionærværdien stiger.

I dette afsnit analyseres, hvilken vækststrategi DSV Panalpina anvender. Nedenfor er vist en figur over de muligheder en virksomhed har for at opnå vækst.



Figur 2.10: Vækststrategier

Intensivering:

Denne vækststrategi består af Ansoffs vækstmatrix, som har fokus på produktet og på markedet. I denne strategi har man mulighed for at vælge 3 forskellige scenarier, alt afhængig af om man ønsker at forsøge sig på nye markeder, nye produkter, eller videreudvikling på enten det nuværende marked eller sit produkt.

Integration:

Denne vækststrategi består af vertikal og horisontal integration. Ved vertikal integration overtager virksomheden nogle af de funktioner, som andre virksomheder hidtil har varetaget. Dette ses ud fra den samlede forsyningskæde. Ved horisontal integration udvider man sine aktiviteter på samme niveau i forsyningskæden. Det kan enten ske ved at etablere en ny virksomhed eller opkøbe en anden virksomhed.

Diversifikation:

Denne vækststrategi anvendes ofte kun når de andre strategier ikke er mulige. Diversifikation kan gennemføres på 2 måder:

- Koncentrisk diversifikation: Virksomheden introducerer nye produkter med samme teknologi og markedsføring.
- Konglomerat diversifikation: Her skaber virksomheden helt nye produkter på helt nye markeder. Dette er en meget risikofyldt vækststrategi.

DSV Panalpina – vækststrategi

Ud fra tidligere nævnte opkøb af konkurrenter anvender DSV Panalpina vækststrategien integration. DSV Panalpina forsøger at skabe vækst ved nye aktiviteter eller ved at forbedre sin konkurrenceevne via sin samlede forsyningskæde. Ved hjælp af horisontal integration har DSV gennem de senere år øget deres konkurrenceevne, med bl.a. købet af UTI Worldwide, Inc og senest købet af Panalpina Welttransport i august 2019. Historien viser også at DSV Panalpina har opkøbt flere af sine konkurrenter og med købet af UTI Worldwide blev de verdens femtestørste transportvirksomhed. Købet af Panalpina har medført en organisk vækst på 8,4 pct. i 2019 i forhold til 2018,⁷⁰ og viser tydeligt hvordan DSV Panalpina har haft stor succes med at anvende den horisontale integrationsstrategi.

Nedenfor vises en tabel over de seneste 5 regnskabsår, hvor udviklingen i nogle udvalgte nøgletal fremgår.

Beløb i hele 1.000	2019	2018	2017	2016	2015
Dækningsgrad	25,1	221	22,2	23,4	22,0
Overskudsgrad	7,9	6,9	6,5	5,1	6,0
Afkastningsgrad	13,4	26,7	23,4	21,5	26,8
Soliditetsgrad	50,7	37,5	38,6	33,2	42,6
Egenkapitalens forretning	11,6	27,2	21,1	13,2	23,0

Figur 2.11: Kilde DSV Panalpinas årsrapport 2019, egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser bl.a. at der har været en stigning på overskudsgraden. Overskudsgraden viser, hvor stor en del af virksomhedens omsætning, der bliver til et overskud og afkastningsgraden viser, om der bliver genereret overskud med den kapital, der er indskudt. Når man kigger regnskabet for 2019, kan man se at købet af Panalpina har medført markant stigning i deres omsætning. Ligeledes er deres vareforbrug og lønomkostninger steget, men dette er forventeligt når man opkøber en af de største konkurrenter på markedet. Til trods for stigningen i vareforbrug og lønomkostningerne er der stadig sket en forbedring på stort set alle nøgletallene. Ovenstående tabel er endnu et eksempel på den succes DSV Panalpina har med anvendelsen af horisontal integration.

⁷⁰ <https://transporttidende.com/artikler/spedition-and-logistik-c56/svagt-negativ-organisk-vaekst-i-q4-p50563>

Fordelen ved at vækste gennem opkøb er, at DSV Panalpina bliver hurtigere større i forhold til organisk vækst. Det medfører ligeledes øget salgsvolumen, stordriftsfordele og en større forhandlingsstyrke hos deres underleverandører. Ulempen ved denne vækststrategi kan være udfordringerne ved integrationen. Der kan bl.a. være kulturforskelle i mellem de to virksomheder, sammensætningen af strukturen i virksomheden – hvilke kontorer skal bibeholdes og hvilke er man nødsaget til at lukke ned fordi, man har to kontorer med samme funktion.

Hele verdenen er i øjeblikket ramt af coronavirus, og mange grænser er bl.a. lukket. Det påvirker de globale forsyningskæder og skaber en usikkerhed i branchen. Ifølge DSV Panalpinas topchef kan det være meget vanskeligt at forudsige markedssituationen i 2020, samt den økonomisk påvirkning som coronavirussen kommer til at have.⁷¹



Figur 2.12: Udklip fra børsen

Man kan se på ovenstående udsnit fra Børsen, at børskursen for DSV Panalpinas i marts har været nede på 458,80 men i april er den efterfølgende steget med 37,14 pct. En analytiker fra Sydbank udtaler, at DSV er modstandsdygtigt i forhold til den økonomiske situation i verdenen. Det er grundet deres netværk samt deres størrelse i forhold til de mindre speditører. Integrationen af Panalpina kan endda også være med til at mindske de negative effekter af coronavirus.⁷² DSV har selv oplyst at

⁷¹ <https://transporttidende.com/artikler/spedition-and-logistik-c56/svagt-negativ-organisk-vækst-i-q4-p50563>

⁷² <https://borsen.dk/investor/aktie/S1131/DSV/DSVPanalpina>

nedlukningen af Kina betød, at de i februar kom 150 mio. kr. under i forhold til, hvad der var budgetteret med. Alligevel vurderer analytikeren, at DSV Panalpina er godt positioneret og i fremtiden vil levere gode resultater og anbefaler dermed at købe aktier i DSV Panalpina.⁷³

DSV Panalpina har dog valgt at trække forventninger til 2020 tilbage grundet udbruddet af coronavirus.⁷⁴

Kritik af vækststrategier

Vækststrategier beskriver forskellige måder at genere vækst på. Anvendelsen og vurderingen i modellen kan nemt gå hen og blive subjektiv på baggrund af argumentationen, der foretages i analysen, bl.a. når der skal fortolkes på, om der er tale om nyt produkt og nyt marked. Lidt ligesom med konkurrencestrategierne lægges der op til, at en virksomhed kun kan vælge en vækststrategi, hvor mange anvender mere end en strategi til at skabe vækst i virksomheden.

Delkonklusion konkurrence- og vækststrategier

Siden DSV blev stiftet har selskabet været igennem store forandringer og er vokset sig til at blive én af verdens største transportvirksomheder. DSV Panalpina arbejder ud fra asset-light modellen, hvilket vil sige, at transporten af varer bliver udført af deres underleverandører. På den måde kan de holde deres omkostninger nede, fordi de ikke har udgifter til bl.a. vedligeholdelse og faste omkostninger til lastbiler, fragtskibe mv. De anvender derfor omkostningsleder som konkurrencestrategi.

Historien viser, at DSV Panalpina har opkøbt flere af deres konkurrenter og på den måde er virksomheden vokset. Da de købte UTI Worldwide, Inc blev de det femtestørste transportfirma, og købet af Panalpina i 2019 har kun forbedret deres position på markedet. DSV Panalpina anvender integrationsstrategien som vækststrategi, og her opererer de meget med horisontal integration.

Ligesom coronavirusen har ramt mange andre virksomheder, lider DSV Panalpina også under denne sundhedskrise. De forventninger de havde til 2020, har de valgt at trække tilbage, fordi det er svært at sige, hvilke økonomiske konsekvenser Covid-19 kommer til at få.

Det vurderes at den anvendte konkurrence- og vækststrategi giver værdi for DSV Panalpina.

⁷³ <https://borsen.dk/investor/aktie/S1131/DSV/DSVPanalpina>

⁷⁴ <https://www.transportmagasinet.dk/article/view/707647/dsv-dropper-2020forventninger-pa-grund-af-virus>

2.3 SWOT analyse

SWOT-analysen har til formål at sætte fokus på både interne og eksterne forhold i virksomheden. Der er tale om en struktureret analyse, der giver mulighed for at identificere og analysere virksomhedens interne stærke og svage sider og eksterne muligheder og trusler. Analysen vil blive brugt til at sammenfatte de tidligere opnåede resultater i de foretagne strategiske analyser. På den måde skabes der et klart overblik over de mest essentielle strategiske forhold. SWOT-analysen kan illustreres som følger:

Styrker	Svagheder
• Asset light forretningsmodel • Verdens største • Finansiell styrke, er rustet til opkøb • Integration ved opkøb • Alle typer transport og logistik • Fleksible og skræddersyede løsninger • Stærk CSR-profil	• Har svært ved at skabe stordriftsfordele grundet asset light forretningsmodellen • Er afhængig af underleverandører
Muligheder	Trusler
• Stigende E-handel • Den teknologiske udvikling • Bæredygtigt fokus	• Lovgivning • Den teknologiske udvikling • Manglende differentiering • Lav vækst i Europa

Figur 2.13: SWOT-analyse, egen tilvirkning

2.3.1 Styrker

En af DSV Panalpina's store styrker er, at de anvender asset light modellen. Virksomheden ejer ikke meget transportmateriel selv, hvilket medfører en høj fleksibilitet og omstillingsparathed. På den måde er der mulighed for at justere kapaciteten efter den økonomiske udvikling eller særlige tendenser i markedet.

DSV Panalpina er verdens største indenfor transport- og logistikbranchen. Det er et marked, hvor der er stor rivalisering, og hvor opkøb spiller en stor rolle. Det betragtes derfor som en styrke for DSV Panalpina, at de er verdens største. De er finansielt rustet til opkøb og dygtige til integration herved. Dette har tidligere stået klart og gør det fortsat efter købet af Panalpina. Der opereres med alle typer transport, logistik og fleksible og skræddersyede løsninger, således det passer til kundernes behov. Dette anses også for at være en styrke, specielt fordi der i høj grad konkurreres på prisen i branchen.

Transport- og logistikbranchen forsøger at følge med den 'grønne dagsorden', som hele verden efterhånden fokuserer på. Det er lykkedes DSV Panalpina at inkorporere miljø og bæredygtighed i deres CSR-strategi, og virksomhedens arbejde baseres på en etisk forretningsmodel. CSR-profilen er en klar styrke og gør virksomheden til en god samarbejdspartner.

2.3.2 Svagheder

Asset-light forretningsmodellen som er en af DSV Panalpinas styrker, kan også anskues som en af deres svagheder. Denne forretningsmodel medfører, at det kan være svært for virksomheden at opnå stordriftsfordele. Derudover skabes der en stor afhængighed af underleverandørerne, som i værste fald kan svigte. Hvis det sker, skabes der et stop i virksomhedens forsyningskæde, hvilket kan have store konsekvenser.

2.3.3 Muligheder

Den markante stigning i onlinehandel stiller store krav til net-butikkerne men i særdeleshed også til transportørerne, men samtidig skaber det også muligheder for handels- og logistikerhvervet. Der stilles høje krav til leveringstiden og leveringsstedet, og ved nethandel er der desuden flere kontaktpunkter. Nethandel stiller ydermere krav til logistikken, og alt i alt er der derfor klart en mulighed for DSV Panalpina i den stigende E-handel. Teknologien udvikler sig hele tiden, og giver store muligheder for aktørerne i branchen, både hvad angår transport og logistik. DSV Panalpina har tidligere testet robotter, og formentlig vil der være muligheder i meget anden teknologi i forhold til automatisering og udførelse af processer set i forhold til logistik.

Selvom DSV Panalpina allerede har inkorporeret bæredygtighed i deres CSR-strategi, anses et bæredygtigt fokus fortsat som en mulighed. Der viser sig en tendens i samfundet omkring miljø og bæredygtighed, hvorfor et øget fokus her på, kan tiltrække flere kunder.

2.3.4 Trusler

Den grønne tilgang er en mulighed, men på mange måder også en trussel for virksomheden. Der ligger et pres på alle virksomheder og branchen, og de politiske partier i landet og ikke mindst EU er meget opmærksomme på fastsættelse af regler og normer for blandt andet forurening. Det hænger uløseligt sammen med den teknologiske udvikling. DSV Panalpina har i den forbindelse gjort forskellige tiltag, men noget tyder på de er bagud i forhold til nogle af konkurrenterne. Der er tale om en teknologisk udvikling, der iler afsted og som kan vise sig at udgøre en trussel.

Manglende differentiering udgør også en trussel for virksomheden. Der er tale om en branche med en lav produktdifferentiering og servicedifferentiering. Aktørerne konkurrerer derfor i høj grad på leveringstiden og prisen. Situationen som verden står i med coronavirussen gør bestemt ikke kravene mindre. Det er en stor trussel for virksomheden med lav vækst i hele verden og ikke mindst Europa. I øjeblikket tyder alt på, at der ikke er tale om lav vækst men nærmere en nedgang i landets BNP, og det samme vil formentlig gælde for flere forskellige lande.

2.4 TOWS analyse

Denne analyse skal betragtes som en overbygning på den netop udarbejdede SWOT analyse. Formålet er at finde virksomhedens strategiske udviklingsmuligheder. Dette sker ved at kombinere trusler, muligheder, svagheder og styrker, der til sammen gør, at analysen består af fire forskellige felter og ser ud som nedenstående.

Internal Factors External Factors	Strengths (S)	Weaknesses (W)
	SO Strategies Generate strategies here that use strengths to take advantage of opportunities	WO Strategies Generate strategies here that take advantage of opportunities by overcoming weaknesses
Opportunities (O)		
Threats (T)	ST Strategies Generate strategies here that use strengths to avoid threats	WT Strategies Generate strategies here that use minimize weaknesses and avoid threats

Figur 2.14: TOWS-analyse

Maxi-maxi (SO)

Analysens første felt maksimerer virksomhedens stærke sider og maksimerer mulighederne. Det søges at afklare, hvordan virksomheden kan bruge sine stærke sider til at udnytte mulighederne.

Forretningsmodellen der anvendes, asset-light modellen, kombineret med alle typer af transport og logistik og fleksible og skræddersyede løsninger bør give virksomheden mulighed for at udnytte den stigende e-handel. Der er tale om en af verdens største aktører i branchen, som dermed bør kunne udnytte størrelsen til at gå forrest i den teknologiske udvikling. For at udnytte den sidste mulighed,

som er bæredygtigt fokus, bør DSV Panalpina allerede stærke CSR-profil danne et godt udgangspunkt.

Maxi-mini (ST)

Maksimering af virksomhedens stærke sider og minimering af truslerne. Virksomhedens stærke sider udnyttes for at undgå truslerne. Lovgivningen er svær at ændre på eller imødekomme, men i og med de er en meget stor aktør på markedet, bør de også være godt rustet til at imødekomme en strammere lovgivning. Samtidig har de allerede en stærk CSR-profil, som de kan lukrere endnu mere på, hvis de formår at imødekomme denne trussel. Den teknologiske udvikling kan både være en mulighed og en trussel. Som nævnt i afsnittet ovenfor bør virksomhedens størrelse også her kunne udnyttes til at gå forrest i den teknologiske udvikling.

Manglende differentiering er også en trussel. DSV Panalpina har alle typer af transport og logistikløsninger og derudover fleksible og skræddersyede løsninger. På den måde forsøger de at undgå denne trussel ved at tilpasse løsningerne til kunderne. Slutteligt er lav vækst i Europa også en trussel for virksomheden. Noget der er svært at imødekomme, men som i særdeleshed vil ramme DSV Panalpina mindre hårdt end andre virksomheder på grund af deres forretningsmodel.

Mini-maxi (WO)

Det tredje element handler om at minimere svage sider og maksimere mulighederne, for på den måde at afklare om de svage sider kan overkommes ved at udnytte mulighederne. Stigende e-handel stiller høje krav til logistik og ikke mindst transporten. Det kan være muligt for DSV Panalpina selv at stå for en del af dette, således at virksomheden er knap så afhængig af underleverandørerne og således at der også skabes større mulighed for stordriftsfordele. På samme måde kan den teknologiske udvikling formentlig automatisere nogle processer, der også mindsker afhængigheden.

Mini-mini (WT)

Det sidste felt i analysen handler om at minimere svage sider og minimere trusler. Det handler i høj grad om at sikre, at de svage sider ikke gør virksomheden mere følsom over for trusler. Virksomhedens svage sider er begge relateret til forretningsmodellen, hvorimod truslerne handler om lovgivning, den teknologiske udvikling, differentiering og lav vækst. Der er derfor ikke en direkte relation her i mellem, hvorfor DSV Panalpina umiddelbart ikke er mere følsomme over for truslerne.

2.5 Delkonklusion strategisk analyse

Formålet med den interne- og eksterne analyse er, at besvare det første underspørgsmål i den opstillede problemformulering.

Hvilke interne og eksterne strategiske forhold giver værdi og potentiel merværdi for DSV Panalpina?

Ud fra ovenstående strategiske analyse, kan det konkluderes, at både de interne og eksterne forhold har en indvirkning på DSV Panalpina. I den eksterne analyse blev der foretaget en PEST-analyse samt Porters Five Forces.

Resultatet af PEST-analysen viser at DSV Panalpina og transport- og logistikbranchen generelt er påvirket af forholdene i omverdenen. Reglerne for handel i EU bliver reguleret, her forsøger man, at skabe lettere adgang til markeder både i og uden for EU. Derudover er der begyndt at komme fokus på socialdumping, og der arbejdes på at skabe lige konkurrencevilkår i branchen. Disse tiltag er til gavn for DSV, da en nemmere adgang til markedet muliggør hurtigere levering og da lige konkurrencevilkår gør, at der skabes de bedste forhold for de ansatte samtidig med, at DSV Panalpina ikke underbydes af øvrige aktører på markedet.

De økonomiske forhold har også i høj grad betydning for DSV Panalpina. I øjeblikket er økonomierne rundt om i verdenen sat i stå på grund af Covid-19. DSV Panalpina har måtte nedjustere deres forventninger til 2020, fordi det er uvist hvilke konsekvenser Covid-19 kan få, og hvor lang tid denne sundhedskrise vil vare. Derudover er der kommet øget fokus på den teknologiske udvikling og herunder fokus på en grønnere og mere bæredygtig verden. DSV Panalpina er som følge heraf begyndt at teste løsninger, som er mere bæredygtige, og er ligeledes begyndt at tænke det ind i deres CSR-politik.

I den eksterne analyse blev der også analyseret på konkurrencesituationen i branchen. Det vurderes at konkurrenceformen for transport- og logistikbranchen er oligopol. I de senere år, har flere af de større aktører opkøbt hinanden eller de mindre virksomheder, med henblik på en større markedsandel. Det konkluderes, at såfremt DSV Panalpina fortsat skal være førende indenfor transport- og logistikbranchen, skal de fokusere på den teknologiske udvikling. De skal have fokus på, hvilken teknologi de kan anvende i deres virksomhed, både således af løsninger og processor bliver mere bæredygtige,

men også så de bliver mere effektive i hele deres arbejdsgang. DSV Panalpina kommer heller ikke udenom den digitale verden, og den udvikling skal de forholde sig til og finde løsninger, der kan leve op til kundernes forventninger.

I den interne analyse blev der udarbejdet en værdikædeanalyse og en analyse af DSV Panalpinas konkurrence- og vækststrategier.

I værdikædeanalysen blev der anvendt en værdikæde beregnet til servicevirksomheder. Det vurderes, at DSV Panalpina leverer en serviceydelse og ikke et produkt. Det konkluderes også, at til trods for, at DSV Panalpina tilbyder alle former for transport- og logistikløsninger, forsøger de alligevel at finde alternative leveringsformer, bl.a. dronelevering.

DSV Panalpina målretter deres markedsføring og salg i forhold til kundens oplevelse. Deres tilgængelighed er høj, og det vægtes højt hos kunderne. Derudover giver de sponsorater, donationer og bidrag til diverse events, som også appellerer til kundens følelser, på en positiv måde. Det vurderes, at DSV Panalpinas værdikæde er stærk, og det afspejler sig i selskabets store fortjeneste.

Resultatet af analysen af DSV Panalpinas konkurrencestrategi blev, at de anvender omkostningsleder som konkurrencestrategi. DSV Panalpina arbejder ud fra asset-light modellen, og på den måde kan de holde deres omkostninger nede. DSV Panalpina har igennem tiden opkøbt flere af deres konkurrenter, og på den måde er selskabet vokset. De har ligeledes forbedret deres position på markedet. DSV Panalpina anvender integrationsstrategien som vækststrategi. De anvender horisontal integration.

Ud fra ovenstående strategiske analyse konkluderes det, at den anvendte konkurrence- og vækststrategi giver værdi for DSV Panalpina og vil også gøre det på længere sigt. Det kan ligeledes konkluderes, at DSV Panalpina har en stærk værdikæde. DSV Panalpina anvender asset-light modellen, hvilket gør dem afhængige af deres underleverandører, men de sparer til gengæld på omkostninger til vedligeholdelse af køretøjer mv. Derudover er DSV Panalpina godt rustet til at kunne opkøbe flere konkurrenter på markedet, og på den måde øge deres position i branchen.

3. Regnskabsanalyse

I det foregående kapitel blev der udarbejdet en strategisk analyse, der havde fokus på at besvare underspørgsmål 1 samt analysere de ikke-finansielle værdidrivere. I dette kapitel vil der blive foretaget en regnskabsanalyse af DSV Panalpina. Formålet med regnskabsanalysen er at skabe et overblik over de finansielle værdidrivere, som ligger til grund for virksomhedens historiske udvikling. I dette kapitel vil der ligeledes blive svaret på underspørgsmål 2:

Hvordan har den økonomiske udvikling været i DSV gennem de seneste 5 år?

I regnskabsanalysen vil der blive foretaget en reformulering af DSV Panalpinas resultatopgørelse og balance på baggrund af offentlige tilgængelige årsrapporter for de seneste 5 år. Det vil sige en periode fra 2015 – 2019. Som tidligere nævnt i metodeafsnittet vil der blive foretaget en vurdering af kvaliteten af årsrapporten, med henblik på at sikre validiteten af regnskabsanalysen.

I årsrapporterne er der en revisorpåtegning, som er afgivet og underskrevet af nogle af de anerkendte og godkendte revisionsfirmaer. Årsrapporten for 2015 er underskrevet af Ernst & Young, og den senest årsrapport er underskrevet af Pricewaterhouse Coopers. Det antages at begge firmaer besidder de fornødne kompetencer i forhold til revision, hvorfor regnskabsoplysningerne vurderes at være valide.

Nedenstående tabel giver et overblik over DSV Panalpinas resultatopgørelse baseret på årsrapporterne i perioden 2015 – 2019. Det fremgår af resultatopgørelsen, at amortisering og afskrivninger er præsenteret, som en post for sig selv og er derfor fratrukket den omkostning det vedrører.

Resultatopgørelse					
DKK. Mio.	2019	2018	2017	2016	2015
Omsætning	94.701	79.053	74.901	67.747	50.869
Direkte omkostninger	-70.947	-61.564	-58.296	-51.909	-39.668
Øvrige omkostninger	-3.133	-3.036	-3.110	-3.307	-2.149
Personaleomkostninger	-10.329	-8.241	-7.831	-8.281	-5.477
Amortisering og afskrivninger	-3.638	-762	-786	-775	-525
Omkostninger til særlige poster	-800	-	-525	-1.002	-58
Finansielle intægter	131	130	94	222	47
Finansielle omkostninger	-989	-379	-650	-406	-350
Resultat før skat	4.996	5.201	3.797	2.289	2.689
Skat af årets resultat	-1.290	-1.213	-785	-611	-631
Årets resultat	3.706	3.988	3.012	1.678	2.058

Når man ser på resultatopgørelsen, ses en markant stigning i både 2016 og 2019. I 2016 bliver UTI Worldwide, Inc købt og i 2019 køber DSV virksomheden Panalpina. Dette er hovedårsagen til den stigende omsætning. Der ses derfor også en stigning i direkte omkostninger og personaleomkostninger. Særligt de direkte omkostninger i 2016 har en markant stigning i forhold til 2015. Ved købet af UTI Worldwide, Inc medførte dette 40.000 nye medarbejdere, 1.000 kontorer og logistikfaciliteter samt 4,7 mio. m² lager.⁷⁵ Deres nettoomsætning blev ligeledes forøget med 33,17 pct. En forøgelse af nettoomsætningen vil også medføre stigninger i omkostningerne. Posten direkte omkostninger indeholder bl.a. afregning til vognmænd, rederier, flyselskaber, samt leje af logistikfaciliteter i Solutions divisionen,⁷⁶ og med købet af UTI, skete der en markant ændring i deres omkostninger. Stigningen er ikke ligeså markant i 2019, da DSV erhvervede Panalpina, men her skete der også en stigning i omsætning, direkte omkostninger og personaleomkostninger.

Årets resultat har svinget lidt frem og tilbage, og senest i 2019 har der været en lille nedgang i forhold til 2018. Det kan skyldes posten ”omkostninger til særlige poster”, som ifølge årsrapporten for 2019, indeholder omstrukturingsomkostninger i forbindelse med erhvervelsen af Panalpina på 498 mio. DKK. Amortisering og afskrivninger stiger også markant efter erhvervelsen af Panalpina. Ifølge årsrapporten for 2019 er der sket en stigning inden for aktiverne jord og bygninger. Dette medfører en stigning i afskrivningerne. De finansielle indtægter og omkostninger ændrer sig ikke betydeligt, og det samme gælder posten øvrige omkostninger.

Nedenstående tabel giver et overblik over DSV Panalpinas balance, med udgangspunkt i årsrapporterne for perioden 2015 – 2019. I balancen kan man se effekten ved erhvervelserne af UTI og Panalpina. I 2016 er der en markant stigning i regnskabsposten immaterielle aktiver, og det er medvirkende årsag til stigning i aktiver i alt. I 2019 sker der igen en markant stigning af immaterielle aktiver, som påvirker summen på aktiver i alt. Dette kan forklares med købet af Panalpina.

Egenkapitalen er ligeledes steget, særligt i 2019. Dette skyldes købet af Panalpina, fordi deres egenkapital er blevet lagt oven i egenkapitalen hos DSV. Værdien af Panalpina er blevet opgjort ved overtagelsesdatoen, og her er aktiver og passiver blevet lagt sammen med DSV.

⁷⁵ <https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/News/2016/Januar/DSV-koeber-UTi-Worldwide-Inc>

⁷⁶ DSV Panalpina årsrapport fra 2015, side 54

Balance					
Mio. DKK	2019	2018	2017	2016	2015
Aktiver:					
Langfristede aktiver					
Immaterielle aktiver	51.988	16.742	16.573	17.247	8.996
Brugsrets aktiver	11.671	193			
Materielle aktiver	3.022	2.297	2.431	3.334	3.568
Andre tilgodehavender	494	291	257	317	119
Udskudte skatteaktiver	2.164	851	965	1.031	515
Samlede langfristede aktiver	69.339	20.374	20.226	21.929	13.198
Kortfristede aktiver					
Tilgodehavender fra salg	18.252	13.252	12.557	12.338	7.799
Igangværende arbejder (services og lagre)	3.054	1.554	1.762	2.026	588
Varebeholdning	1.324	718			
Andre tilgodehavender	3.410	1.662	1.778	1.850	1.232
Likvider og likvide reserver	2.043	1.158	1.348	1.714	4.908
Aktiver bestemt for salg	135	94	717	510	
Samlede kortfristede aktiver	28.218	18.438	18.162	18.438	14.527
Aktiver i alt	97.557	38.812	38.388	40.367	27.725
Passiver:					
Egenkapital					
Aktiekapital	235	188	190	190	192
Reserver	49.195	14.373	14.645	13.226	11.617
<i>Aktionærernes andel af Egenkapital</i>	<i>49.430</i>	<i>14.561</i>	<i>14.835</i>	<i>13.416</i>	<i>11.809</i>
Minoritets interesser	- 111	- 29	- 26	- 38	32
Egenkapital i alt	49.319	14.532	14.809	13.378	11.841
Langfristede gældsforpligtelser					
Leasing forpligtelser	9.227	132			
Finansielle forpligtelser	6.464	6.461	6.491	8.725	4.309
Pensioner og lignende	1.494	915	1.124	1.488	1.226
Hensættelser	1.282	627	706	736	360
Udskudte skatteforpligtelser	455	188	82	287	321
Samlede langfristede gældsforpligtelser	18.922	8.323	8.403	11.236	6.216
Kortfristede gældsforpligtelser					
Leasing forpligtelser	3.385	60			
Finansielle forpligtelser	1.520	485	495	1.358	313
Leverandørgæld	9.783	7.646	7.477	7.010	4.997
Igangværende arbejder (services og lagre)	5.330	2.813	2.539	2.435	1.451
Hensættelser	1.157	412	383	462	270
Anden gæld	7.201	4.087	3.953	3.879	2.347
Selskabsskat	940	454	329	609	290
Samlede kortfristede gældsforpligtelser	29.316	15.957	15.176	15.753	9.668
Passiver i alt	97.557	38.812	38.388	40.367	27.725

Ud fra ovenstående vil der i de følgende afsnit bl.a. blive udarbejdet et Managerial Balance Sheet, med det formål at udarbejde en regnskabsanalyse og beregne nøgletal som vil være relevante for eventuelle investorer. De beregnede nøgletal vil også blive anvendt i kapitlet omkring budgettering og værdiansættelse.

3.1 Resultatopgørelse til analyseformål og managerial balance sheet

Årsrapporterne, der er offentlig tilgængelig, kan ikke anvendes til analysebrug. Årsrapporterne skal reformuleres, for at der kommer en adskillelse af driftsaktiviteter og samlet finansiering. Den reformulerede balance og resultatopgørelse skal anvendes til analyse af nøgletal i forhold til rentabiliteten samt vækst.

Reformulering af resultatopgørelse

Nedenstående resultatopgørelse skal anvendes til den videre analyse af nøgletal. Resultatopgørelsen til analyseformål indeholder mellemtotaler som bruttofortjeneste, EBITDA, EBIT, EBT og EAT.

Resultatopgørelse til analyseformål					
DKK. Mio.	2019	2018	2017	2016	2015
Omsætning	94.701	79.053	74.901	67.747	50.869
Direkte omkostninger	-70.947	-61.564	-58.296	-51.909	-39.668
Bruttofortjeneste	23.754	17.489	16.605	15.838	11.201
Øvrige omkostninger	-3.133	-3.036	-3.110	-3.307	-2.149
Personaleomkostninger	-10.329	-8.241	-7.831	-8.281	-5.477
Omkostninger til særlige poster	-800	-	-525	-1.002	-58
EBITDA	9.492	6.212	5.139	3.248	3.517
Amortisering og afskrivninger	-3.638	-762	-786	-775	-525
EBIT	5.854	5.450	4.353	2.473	2.992
Finansielle indtægter	131	130	94	222	47
Finansielle omkostninger	-989	-379	-650	-406	-350
EBT	4.996	5.201	3.797	2.289	2.689
Skat af årets resultat	-1.290	-1.213	-785	-611	-631
EAT	3.706	3.988	3.012	1.678	2.058

Formålet med at reformulere resultatopgørelsen er at finde kilderne indenfor de driftsmæssige og finansielle transaktioner, som har bidraget til ændringen i virksomhedens egenkapital i regnskabsåret.⁷⁷ Indtægter bliver defineret, som de transaktioner der er med til at øge egenkapitalen. Udgifterne er de transaktioner, som reducerer egenkapitalen. Nettoændringen i egenkapitalen i regnskabsperioden, vil være det tal, som fremgår under EAT (Earnings after tax).⁷⁸ Det er det tal som egenkapitalen enten vil stige eller falde med.

Sammenlignet med resultatopgørelsen fra årsrapporten er øvrige omkostninger, personaleomkostninger og omkostninger til særlige poster blevet samlet. Sammen med bruttofortjenesten danner de

⁷⁷ Gabriel Hawawini & Claude Viallet: Finance for executives – managing for value creation, side 114.

⁷⁸ Gabriel Hawawini & Claude Viallet: Finance for executives – managing for value creation, side 114.

grundlag for EBITDA, som er udtryk for det overskud virksomheden genererer på sine normale forretningsaktiviteter før renteudgifter- og indtægter, skatter mv. skal fratrækkes. Efterfølgende fratrækkes amortiseringer og afskrivninger, så man får posten EBIT, som er overskuddet før skat, renteudgifter- og indtægter. Til sidst fratrækkes finansielle indtægter og udgifter hvorved EAT fremkommer. Ud fra den reformulerede resultatopgørelse, kan man bedre analysere på virksomhedens regnskabsmæssige situation. Der er dannet et bedre overblik.

Reformulering af balance – Managerial Balance Sheet

For at balancen i DSV Panalpina kan anvendes til analyseformål, skal denne også reformuleres. Når der sker reformulering af balancen, flytter man de poster fra passivside, hvor der ikke er forrentningskrav til, over på aktivside, hvor de fratrækkes debitorer og lagre og på den måde fremkommer arbejdskapitalen (WCR). På passivside vil der kun stå de poster med forrentningskrav.

Nedenfor er vist Managerial Balance Sheet for DSV Panalpina.

Managerial Balance Sheet					
Mio. DKK	2019	2018	2017	2016	2015
Likvider	2.043	1.158	1.348	1.714	4.908
Arbejdskapital	972	1.177	1.310	1.016	- 1.013
Anlægsaktiver	69.339	20.374	20.226	21.929	13.198
Hensættelser	- 2.439	- 1.039	- 1.089	- 1.198	- 630
Invested Capital	69.915	21.670	21.795	23.461	16.463
Kortfristet gæld	4.905	545	495	1.358	313
Langfristet gæld	15.691	6.593	6.491	8.725	4.309
Egenkapital	49.319	14.532	14.809	13.378	11.841
Capital Employed	69.915	21.670	21.795	23.461	16.463

På aktiv siden fremgår der i DSV Panalpinas balance en post benævnt ”Likvider og likvide reserver”. Denne post vil stå for sig selv i The Managerial Balance Sheet.

Derefter kommer arbejdskapitalen (WCR). Denne beregnes ud fra driftsaktiver fra aktivsiden fratrullet driftsforpligtelserne fra passivsiden. Arbejdskapitalen er opgjort ud fra følgende poster fra aktivsiden:

- Tilgodehavender fra salg
- Andre tilgodehavender
- Varebeholdning + igangværende arbejder
- Aktiver bestemt for salg

Fra passivsiden er medtaget følgende poster i arbejdskapitalen:

- Pensioner og lignende
- Udskudte skatteforpligtelser
- Leverandørgæld
- Igangværende arbejder
- Anden gæld
- Selskabsskat

Udviklingen i arbejdskapitalen skyldes bl.a. en positiv udvikling ved posten *tilgodehavender fra salg*. Der har ligeledes været en positiv udvikling i posten *andre tilgodehavender*. Det samme gør sig gældende for posterne på passivsiden. Eftersom posterne på passivsiden er fratrullet posterne på aktivsiden, fremkommer der et fald i arbejdskapitalen i 2019. Jo mere WCR er finansieret af langfristet gæld, jo mere likvid er virksomheden.

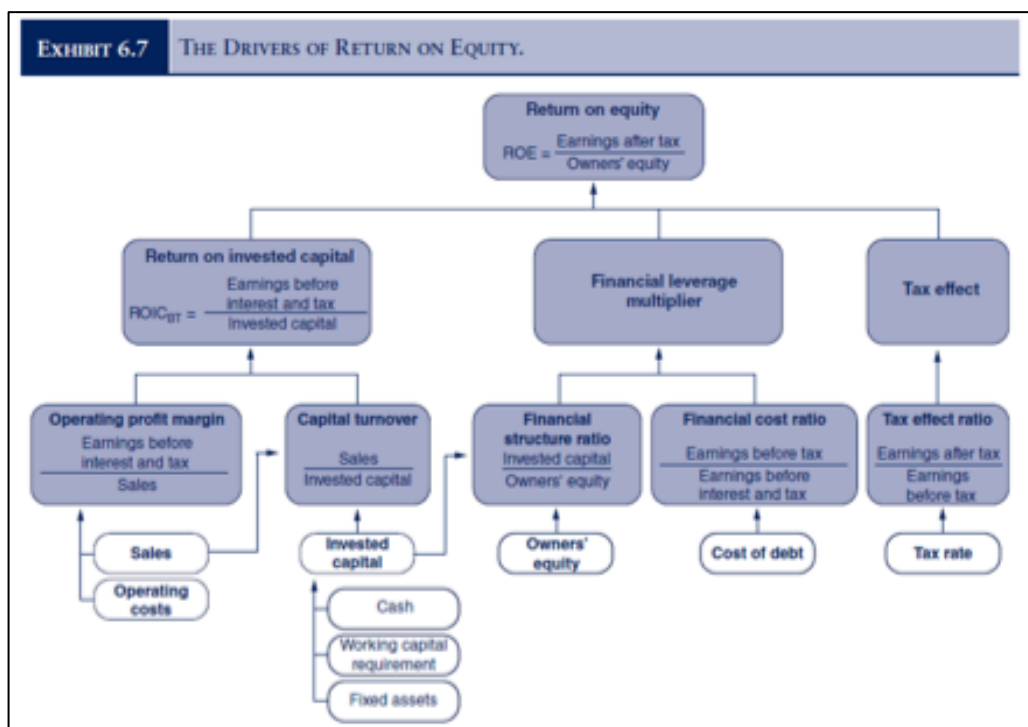
Efter arbejdskapital kommer anlægsaktiver, som består af posterne under langfristede aktiver, herunder immaterielle aktiver og materielle aktiver. Den sidste post i Managerial Balance Sheet på aktivsiden er hensættelser, som består af hensættelser fra kortfristede gældsforpligtelser og langfristede gældsforpligtelser.

På passivsiden står egenkapitalen samt de finansielle forpligtelser, som består af en langfristet og kortfristet gæld, der er rentebærende. Det er særligt leasingforpligtelser, både kortfristet og langfristet, som er den væsentlige post.

3.2 Rentabilitetsanalyse

I forbindelse med værdiansættelsen og budgetteringen af den forventede fremtidige rentabilitet for DSV Panalpina udarbejdes der en rentabilitetsanalyse, som giver et billede af den nuværende rentabilitet.

I nedenstående figur 3.1 er vist sammenhængen mellem nøgletallene beregnet i projektet.⁷⁹



Figur 3.1: Sammenhæng mellem nøgletal

Udgangspunktet i rentabilitetsanalysen er egenkapitalens forrentning, som efterfølgende vil blive nævnt som ROE (Return on Equity). For at få det fulde overblik skal ROE specificeres ud i andre nøgletal, som alle har hver deres påvirkning på ROE.

Den første del af analysen handler om Return on Invested Capital before Tax (ROIC_{BT}), som udtrykker den driftsmæssige indtjening pr. krone investeret kapital. ROIC_{BT} skal sammenholdes med markedsrenten samt et risikotillæg for at kunne vurdere om den er tilfredsstillende. Her beregner man nøgletallet *Operating Profit Margin* og *Capital Turnover*. Nøgletallet *Operating Profit Margin* ud-

⁷⁹ Gabriel Hawawini & Claude Viallet: Finance for executives – managind for value creation, side 201

trykker forholdet mellem omsætningen og EBIT. Nøgletallet fortæller, hvor stor en andel af overskuddet, der er tilbage når DSV Panalpina har fået dækket alle sine omkostninger i forhold til den primære driftsaktivitet. Nøgletallet *Capital Turnover* udtrykker, hvor mange gange DSV Panalpina omsætter den investerede kapital. Når man multiplicerer nøgletallet *Operating Profit Margin* med nøgletallet *Capital Turnover* beregnes nøgletallet *Return on Invested Capital before tax*.⁸⁰

Næste step i analysen handler om *Financial Leverage Multiplier*. For at kunne beregne dette nøgletal skal det dekomponeres ud til nøgletallene *Financial structure ratio* og *Financial Cost Ratio*. Nøgletallet *Financial Cost Ratio* beregnes ud fra resultatopgørelsen. Det er forholdet mellem EBT og EBIT. Hvis gælden bliver forøget (finansiell gearing), vil det medføre, at EBT relativt aftager i forhold til EBIT. Det betyder dermed, at *Financial Cost Ratio* bliver mindre og ROE aftager ligeledes.

Nøgletallet *Financial Structure ratio* beregnes ud fra balancen. Det viser forholdet mellem den investerede kapital beregnet i managerial balance sheet og egenkapitalen. Hvis der sker øget gældsfinansiering (finansiell gearing) vil *Financial Structure Ratio* stige, hvilket medfører at ROE ligeledes stiger. Når man multiplicerer nøgletallene *Financial Structure-* og *Financial Cost Ratio* fremkommer *Financial Leverage Multiplier*. Det er svært at forudsige, hvordan financial leverage vil påvirke ROE.

Det sidste forhold i analysen er *Tax Effect*. Det udtrykker forholdet mellem EAT og EBT, og er et udtryk for den effektive skatteprocent.

Efter beregningen af *Tax Effect* kan man nu beregne *Return on Equity (ROE)*. For en virksomhed handler det om skabe afkast til aktionærerne. ROE er udtryk for afkast set ud fra et ejerperspektiv, og er resultatet af alle de beslutninger som virksomheden har foretaget i løbet af et regnskabsår.

ROE – Return on Equity

ROE beskriver som tidligere nævnt afkastet set fra et ejerperspektiv. Det fortæller, hvor meget DSV Panalpina tjener i forhold til den kapital, som aktionærerne har investeret. ROE er beregnet ud fra EAT i den reformulerede resultatopgørelse divideret med gennemsnittet af egenkapitalen fra managerial balance sheet (egenkapital ultimo + egenkapital primo / 2). Nedenfor ses en tabel over udviklingen i ROE fra 2015 til 2019.

⁸⁰ Gabriel Hawawini & Claude Viallet: Finance for executives – managing for value creation, side 195

Udviklingen i ROE					
	2019	2018	2017	2016	2015
ROE	11,61%	27,18%	21,37%	13,31%	22,97%

Som det fremgår af ovenstående tabel har ROE udviklet sig i negativ retning med 11,36 procentpoint over en 5-årig periode. Udvikling i ROE har vekslet mellem positiv og negativ i perioden. For at kunne redegøre for årsagen til disse udsving, vil der i det efterfølgende blive set nærmere på analyseniveauer jf. figur 3.1.

ROIC_{BT} – Return on Invested Capital before tax

Som tidligere beskrevet udtrykker ROIC_{BT} den driftsmæssige indtjening pr. krone investeret kapital. Den skal sammenholdes med markedsrenten og et risikotillæg. ROIC_{BT} fremkommer som sagt ved at multiplicere operating profit margin og capital turnover. Nedenfor er vist en tabel over udviklingen i ROIC_{BT} over en 5-årig periode.

Udvikling i ROIC _{BT}					
	2019	2018	2017	2016	2015
ROIC _{BT}	8,37%	25,15%	19,97%	10,54%	18,17%

I analyseperioden er nøgletallet faldet fra 18,17 pct. i 2015 til 8,37 pct. i 2019. Et fald på 9,8 procentpoint. I 2017 sker der dog en stigning fra 2016, og det samme gør sig gældende i 2018. For at kunne redegøre for udviklingen i ROIC_{BT} skal der udarbejdes en analyse af operating profit margin samt capital turnover.

Operating Profit Margin

Nøgletallet operating profit margin er forholdet i mellem EBIT og omsætningen. Nøgletallet er som tidligere nævnt baseret på tal fra den reformulerede resultatopgørelse. En højere operating profit margin kan opnås ved at forøge EBIT mere end omsætningen. Dette kan f.eks. være ved at reducere driftsudgifter uden at miste omsætning eller ved at hæve omsætningen uden at øge driftsudgifterne.⁸¹

⁸¹ Gabriel Hawawini & Claude Viallet: Finance for executives – managing for value creation, side 195

Nedenstående tabel viser udviklingen i operating profit margin for en 5-årig periode.

Udvikling i Operating Profit Margin					
	2019	2018	2017	2016	2015
Operating Profit Margin	6,18%	6,89%	5,81%	3,65%	5,88%

Som det fremgår af tabellen er der sket et fald fra 2015 til 2016. Dette skyldes bl.a. et fald i EBIT i 2016. Faldet i EBIT skyldes en stigning i personaleomkostninger, som kan henledes til købet af UTI Worldwide, Inc. Der er ligeledes sket en stigning i omkostninger til særlige poster, som også har indflydelse på EBIT. Fra 2017 – 2019 er operating profit margin steget med 0,37 procentpoint. Der kan her henvises til, at EBIT er steget. Til trods for købet af Panalpina i 2019, som medførte flere personaleomkostninger, er EBIT er i analyseperioden steget med 95 pct. Købet af Panalpina har medført en markant stigning i posten amortisering og afskrivninger, hvilket skyldes, at der ved købet af Panalpina indeholdt et større antal af fragtskibe og luftfartøjer og denne større tilgang af anlægsaktiver medfører en øget afskrivning. Denne post går ind og påvirker EBIT, og har medført et meget lille fald i operating profit margin.

Capital Turnover

Nøgletallet viser forholdet mellem omsætningen og den investerede kapital. Capital turnover viser, hvor mange gange DSV Panalpina omsætter den investerede kapital. En højere capital turnover kan opnås ud fra en mere effektiv udnyttelse af de aktiver, der kræves for at understøtte virksomhedens salgsaktiviteter. Det kan bl.a. opnås ved en hurtigere lageromsætning, kortere betalingsfrister i forhold til tilgodehavender eller færre anlægsaktiver pr. salgsomsætning.⁸²

Nedenstående tabel viser udviklingen i capital turnover over en 5-årig periode.

Udviklingen i capital turnover					
	2019	2018	2017	2016	2015
Capital Turnover	1,35	3,65	3,44	2,89	3,09

Når man ser på omsætningen i den reformulerede resultatopgørelse, har der i 2016 og 2019 været en markant stigning i forhold til året før. Dette kan henføres til på købene af UTI Worldwide, Inc og

⁸² Gabriel Hawawini & Claude Viallet: Finance for executives – managing for value creation, side 195

Panalpina, idet deres regnskabstal er blevet tillagt regnskabstallene i DSV ved sammenlægningen af selskaberne. Omsætningen er fra 2015 til 2019 steget med 43.832 mio. DKK. svarende til en stigning på 86 pct.

Invested capital er steget med 53.452 mio. DKK. fra 2015 til 2019. Dette skyldes en markant stigning i anlægsaktiverne, som er beregnet i managerial balance sheet. Anlægsaktiver består bl.a. af immaterielle anlægsaktiver, som i 2019 er steget til 51.988 mio. DKK. I forbindelse med købet af Panalpina er der sket i stigning i goodwill, som har medført den markante stigning i immaterielle aktiver. Derudover er der sket en markant stigning i brugsrets aktiver, som også har påvirket anlægsaktiverne.

Ud fra ovenstående tabel har capital turnover udvist et samlet fald på 1,74 gange fra 2015 til 2019. Det skyldes, at stigningen i invested capital har været højere end stigningen i omsætningen. Omsætningen var steget med 86 pct, hvorimod stigningen i invested capital er på 324 pct. Der er i løbet af den 5-årige periode sket en tredobling af invested capital, hvilket har medført et fald i capital turnover.

Sammenholdes til udviklingen i ROIC_{BT}

Som tidligere nævnt skal udviklingen i ROIC_{BT} forklares ud fra operating profit margin og capital turnover. I ovenstående analyser fremgår det, at EBIT er steget med 95 pct., hvilket har medvirket til en positiv udvikling i operating profit margin. Derudover har invested capital haft en stigning på 324 pct. i analyseperiode og dette har medført et fald i capital turnover. Invested capital er steget markant mere end EBIT i analyseperioden og dette medfølger en negativ påvirkning på ROIC_{BT}.

Financial Leverage Multiplier

Nøgletallet er et udtryk for virksomhedens finansielle gearing – andel af fremmedkapital. Nøgletallet er et udtryk for, hvordan gælden bliver brugt til at erhverve yderligere aktiver. Økonomisk gearing medfører, at afkastet på ejernes kontante investeringer forstærkes. Det vil sige hvis værdien af aktiverne stiger, vil det resultere i en større gevinst på ejernes investeringer, forudsat at lånets rente er mindre end stigningen i aktivets værdi. Falder værdien af aktiverne medfører det tab på ejernes investeringer. Financial leverage multiplier beregnes ved at multiplicere financial structure ratio og financial cost ratio.

Nedenfor er vist en tabel over udviklingen i financial leverage multiplier over en 5-årig periode.

Udviklingen i Financial Leverage Multiplier					
	2019	2018	2017	2016	2015
Financial Leverage Multiplier	1,21	1,42	1,28	1,62	1,25

Fra 2015 til 2019 har der været et fald på 0,04. Det er et meget lille fald, og for at kunne forklare udviklingen, skal der analyseres på financial cost ratio og financial structure ratio.

Financial Cost Ratio

Nøgletallet bliver som tidligere beskrevet beregnet ud fra posterne i resultatopgørelsen - EBT og EBIT. Hvis gælden forøges betyder det at EBT relativt til EBIT aftager, det betyder at financial cost ratio bliver mindre og ROE aftager ligeledes.

Nedenfor er vist en tabel over udviklingen af financial cost ratio for en 5-årig periode:

Udviklingen i Financial Cost Ratio					
	2019	2018	2017	2016	2015
Financial Cost Ratio	0,85	0,95	0,87	0,93	0,90

Ud fra ovenstående tabel har financial cost ratio udvist et fald fra 2015 – 2019 på 0,04 svarende til 4 pct. Financial cost ratio ligger tæt på 1 i hele analyseperioden, hvilket er den maksimale værdi, som forholdet mellem EBT og EBIT kan være. Det vurderes også, at financial cost ratio ligger på et stabilt niveau.

I analyseperioden er EBT steget fra 2.689 mio. DKK til 4.996 mio. DKK, en stigning på 2.307 mio. DKK svarende til en stigning på 85,70 pct. EBIT er i analyseperioden steget fra 2.992 mio. DKK til 5.854 mio. DKK, en stigning på 2.862 mio. DKK svarende til en stigning på 95,6 pct. Stigning i EBIT er højere end EBT og det resulterer i et fald på financial cost ratio.

Financial Structure Ratio

Nøgletallet er som tidligere nævnt et udtryk for forholdet mellem invested capital og egenkapitalen. Minimumsværdien for financial structure ratio er 1, som er værdien, hvis hele den investerede kapital

er finansieret via egenkapitalen. Erstatte man egenkapitalen med øget gældsfinansiering, så stiger financial structure ratio, og det betyder at ROE også stiger.

Nedenfor er vist en tabel med udviklingen i financial structure ratio i en 5-årig periode.

Udviklingen i Financial Structure Ratio					
	2019	2018	2017	2016	2015
Financial Structure Ratio	1,42	1,49	1,47	1,75	1,39

I analyseperioden er financial structure ratio steget fra 1,39 til 1,42. Det er en stigning på 0,03 gange svarende til 3 pct. Som tidligere beskrevet er invested capital fra 2015 til 2019 steget med 324 pct. Der er i analyseperioden sket en tredobling af invested capital, og den helt store stigning ses i 2019 i forbindelse med købet af Panalpina. Egenkapitalen er steget fra 11.841 mio. DKK. til 49.319 mio. DKK. En stigning på 37.478 mio. DKK. svarende til en stigning på 316 pct. Her er der også sket en tredobling i analyseperioden, og det ses mest markant i 2019 i forbindelse med købet af Panalpina.

Stigningen i financial structure ratio er et udtryk for, at investeringerne i højere grad er finansieret ved hjælp af fremmedkapital.

Sammenholdes med udvikling i Financial Leverage Multiplier

Financial cost ratio har haft et fald på 0,04 svarende til 4 pct. i analyse perioden, og financial structure ration har haft en stigning på 0,03 svarende til 3 pct. I tabellen over udviklingen i financial leverage multiplier ses det, at der sker en stigning i 2016 og i 2018. Det samme gør sig gældende i nøgletallene financial cost ratio og financial structure ratio. I 2016 og 2018 er DSV Panalpina blevet mere gearret (risikabel), hvorefter den falder året efter.

Tax effect ratio

Det er tidligere beskrevet, at tax effect ratio er forholdet mellem EAT og EBIT og er et udtryk for den effektive skatteprocent. Dette nøgletal er nødvendigvis ikke det samme som den lovpligtige tax rate. Selskabsskatten i Danmark er 22 pct., men tax effect ratio kan godt afvige herfra. I nedenstående tabel ses udviklingen i tax effect ratio i en 5-årig periode.

Udviklingen i Tax Effect Ratio					
	2019	2018	2017	2016	2015
Tax Effect Ratio	74,18%	76,68%	79,33%	73,31%	76,53%
Den effektive skatteprocent	25,82%	23,32%	20,67%	26,69%	23,47%

Tax effect ratio har i analyseperioden ligget imellem 76,53 pct. til 74,18 pct. Den effektive skatteprocent ligger imellem 23,47 pct. til 25,82 pct.⁸³ Den effektive skatteprocent ligger lidt højere end den lovpligtige selskabsskat.

Der er i afsnittet afgrænsning beskrevet, at projektet ikke kommer yderligere ind på skattelovgivning samt den skattemæssige behandling af DSV Panalpina's årsrapporter. Der henvises til årsrapporten for 2019, note 5.2, hvor afvigelsen mellem tax effect ratio og selskabsskatten er specificeret. Det ses her, at en væsentlig årsag er udgifter i resultatopgørelsen, som ikke er fradragsberettigede i opgørelsen af den skattepligtige indkomst.

Opsamling på nøgletal og påvirkning af ROE

ROE, eller Return on Equity fortæller, hvor meget DSV Panalpina tjener i forhold til den kapital som aktionærerne har investeret. Som tidligere nævnt var det nødvendigt at analysere på andre niveauer for kunne give en forklaring på udsvingene i ROE. Tabellen viser som sagt, at ROE har udviklet sig med 11,36 procentpoint i analyseperioden. ROE er beregnet ud fra EAT og gennemsnittet af egenkapitalen. ROE kan også beregnes ved at gange return on invested capital, financial leverage multiplier og tax effect ratio.

Return on invested capital before tax påvirker ROE fordi nøgletallet har haft en negativ udvikling i analyseperioden. Den negative udvikling skyldes, at invested capital er steget markant mere end EBIT i analyseperioden, og derfor har ROIC_{BT} udviklet sig negativt i analyseperioden.

Financial leverage multiplier stiger i 2016 og 2018. Dette skyldes en stigning i både financial cost ratio og financial structure ratio. I 2016 og 2018 bliver DSV Panalpina mere gearet, hvorefter den falder igen året efter. Financial leverage multiplier er som tidligere beskrevet et udtryk for DSV Panalpina's finansielle gearing. Nøgletallet fortæller, hvordan gælden bliver anvendt til erhvervelse

⁸³ Beregnet som 1-tax effect ratio

af yderligere aktiver. I 2016 og 2018 har der været mere økonomisk gearing end i de andre år i analyse perioden.

I analysen om tax effect ratio ses det, at den effektive skatteprocent ligger meget tæt op ad den lovpligtige skatteprocent. Som nævnt ovenfor kan årsagen til afvigelsen fra den lovpligtige skatteprocent bl.a. findes i DSV Panalpinas årsrapport for 2019.

Hverken financial leverage multiplier eller tax effect ratio har så store fald / stigninger som $ROIC_{BT}$. Det kan derfor konkluderes, at faldet i ROE skyldes den negative udvikling i $ROIC_{BT}$.

3.3 Benchmarkanalyse

Dette afsnit indeholder en benchmarkanalyse mellem DSV Panalpina og en sammenlignelig virksomhed. Det kan være vanskeligt at sammenligne direkte med andre virksomheder, da de konkurrerer på flere forskellige forretningsområder. Alligevel er det fundet nærliggende at sammenligne med Kuehne + Nagel, som er en af DSV Panalpinas største konkurrenter.⁸⁴

Da virksomhederne som nævnt opererer inden for samme branche, og vurderes at være sammenlignelige, da de er konkurrenter og som udgangspunkt derfor sammenlignelige, foretages en common-size analyse. Denne foretages for at kunne vurdere DSV Panalpinas performance.

Ved udarbejdelsen af en commonsize-analyse, standardiseres de enkelte poster, i både resultatopgørelsen og balancen, for på den måde at eliminere størrelsesforskellene, og dermed kunne sammenligne virksomhederne i relative termer. På den måde skabes et overblik over særlige kendetegn ved DSV Panalpina og samtidig ekstraordinære forhold, der vil blive analyseret yderligere.⁸⁵

I resultatopgørelsen sættes omsætning til indeks 100, og de øvrige poster beregnes som en procentsats i forhold hertil. På samme måde sættes i balancen de langfristede aktiver og kortfristede aktiver til indeks 100 for at se nærmere på enkelte aktivposters andel. Derudover sættes aktiver i alt til indeks 100 for at analysere, hvor stor en andel, der er bundet i de kortfristede aktiver, og hvor stor en andel

⁸⁴ <https://shippingwatch.dk/logistik/article11767726.ece>

⁸⁵ <https://smvguiden.dk/virksomhedsdrift/regnskabsanalyse-common-size-analyse-og-indeksanalyse-af-regnskab/>

der er langfristede aktiver. Passiverne i alt angives også til indeks 100 for at se nærmere på fordelingen af kortfristet og langfristet gæld. På samme måde som under aktiverne sættes de langfristede forpligtelser og de kortfristede forpligtelser også hver til indeks 100 for nærmere analyse af den indbyrdes fordeling.

Analysen bør laves ud fra et sammenligneligt grundlag, hvorfor tallene fra Kuehne + Nagels årsrapport er omregnet fra Schweiziske Franc til danske kroner med udgangspunkt i kursen den 25. april 2020, der udgør 7,08.

3.3.1 Common-size analyse af resultatopgørelserne

Common-size analysen af resultatopgørelserne for DSV Panalpina og Kuehne + Nagel fremgår af bilag 1. Her er de to virksomheders resultatopgørelser stillet op ved siden af hinanden. Det første der springer i øjnene, er forskellen på de to virksomheders omsætning, hvor den hos Kuehne + Nagel er mere end halvanden gange så stor som hos DSV Panalpina. Dette skal ses i relation til, hvor gode de er til at udnytte den skabte omsætning bedst muligt. DSV Panalpinas direkte omkostninger udgør 74,9 pct. af omsætningen, hvorimod de hos for Kuehne + Nagel kun udgør 62,2 pct., hvilket betyder en tilsvarende forskel på bruttofortjenesten. Det kan ud fra fordelingen af de direkte omkostninger konkluderes at DSV Panalpina benytter sig af eksterne transportører og dermed har større direkte omkostninger.

Selvom de øvrige tal nogenlunde følges ad og ligger på samme procentuelle niveau, formår DSV Panalpina alligevel procentvis at skabe et større resultat. Hvis man ser nærmere på de omkostninger, der indledningsvist fratrækkes bruttofortjenesten, er både de øvrige omkostninger og personaleomkostningerne højere hos Kuehne + Nagel. De øvrige omkostninger er 6 pct. mod 3,3 pct., og personaleomkostningerne 23,1 pct. mod 10,9 pct. Især personaleomkostninger udgør en væsentlig forskel ud af virksomhedernes omsætning. DSV Panalpina beskæftiger omkring 60.000 medarbejdere i 80 forskellige lande, hvorimod Kuehne + Nagel beskæftiger omkring 82.000 medarbejdere i over 100 lande. Kuehne + Nagel transporterer med egne ansatte, hvilket resulterer i større personaleomkostninger sammenlignet med DSV Panalpina.

Netop på grund af de store personaleomkostninger har Kuehne + Nagel et mindre procentvis EBITDA end DSV Panalpina. Analysen viser, at DSV Panalpina her har en lille fordel, når man sammenholder antal ansatte med den procentvise andel.

Amortisering og afskrivninger og finansielle indtægter er procentvis stort set identiske i forhold til omsætningen. Slutteligt i resultatopgørelsen, kan det ikke undgås at bemærke forskellen i de finansielle omkostninger. Her er både det reelle tal og den procentvise andel større hos DSV Panalpina.

Ud fra en samlet betragtning, er der tale om to resultatopgørelser, hvor fordelingen af omkostningerne set i forhold til virksomhederne omsætning er meget ens. Der er stor konkurrence i branchen, og virksomhederne er derfor pressede på de forskellige parameter.

3.3.2 Common-size analyse af balancerne

I common-size analysen af balancerne ses der nærmere på de enkelte aktiver og passiver i procent af de samlede summer, men samtidig også den samlede procentvise fordeling af kort og langfristede aktiver og passiver. Analysen fremgår af bilag 2 hvor de to virksomheders balancer er stillet op over for hinanden.

Overordnet set udgør DSV Panalpinas langfristede aktiver 71 pct. mens de kortfristede aktiver udgør 29 pct. Det er især de immaterielle aktiver, der påvirker tallenes sammensætning. Goodwill og kundeforhold fra erhvervelsen af virksomheder og computersoftware, der er købt eller udviklet til internt brug, bliver i årsrapporten for DSV Panalpina beskrevet som immaterielle aktiver. Især købet af Panalpina i 2019 har påvirket denne post, der året før var 16.742 mio. i 2019. Sammenligner man med Kuehne + Nagel er deres procentvise andel af denne type omkostninger noget mindre og udgør kun 4 pct. Dertil skal selvfølgelig lægges de 26,4 pct., som goodwill udgør, da denne er specificeret for sig i deres balance. Alligevel vil det for året 2019 kun være omkring 30 pct. af de langfristede aktiver, holdt op imod 75 pct. hos DSV Panalpina. Til gengæld ses det, at Kuehne + Nagel har væsentlig flere brugsrets aktiver og materielle aktiver. Der er tale om jord, bygninger, inventar og leasing af lagre, kontorbygninger, lastbiler, firmabiler, it-hardware og meget mere. For begge virksomheder gælder det, at den procentvise andel af brugsretsaktiver er væsentlig større end de materielle aktiver, hvilket giver et positiv indtryk af balancen. Kuehne + Nagel har som tidligere nævnt flere kontorer

og medarbejdere og volumen er derfor naturligvis større. Formentlig skyldes den procentvise større andel, at DSV Panalpina anvender asset-light forretningsmodellen.

Kuehne + Nagels samlede langfristede aktiver udgør 47 pct. holdt op imod de kortfristede aktiver, der udgør 53 pct. Denne fordeling er forventeligt repræsentativ for branchen og i vid udstrækning også sådan det tidligere har fordelt sig hos DSV Panalpina. De kortfristede aktiver viser en fordeling, der er nogenlunde ens hos de to virksomheder.

Ligesom ved aktiverne viser DSV Panalpinas egenkapital tydeligt, at der er sket en væsentlig ændring i året, grundet købet af Panalpina. I år 2018 var aktionærernes andel af egenkapital 14.561 mio. DKK, hvormed den er steget betydeligt i år 2019. Ser man på den generelle fordeling mellem passiverne, er den hos Kuehne + Nagel 24 pct. egenkapital, 26 pct. langfristede gældsforpligtelser og 50 pct. kortfristede gældsforpligtelser. Hos DSV Panalpina hedder de tilsvarende 51 pct., 19 pct. og 30 pct. for år 2019. Umiddelbart bør fordelingen hos Kuehne + Nagel også her være nogenlunde repræsentativ for den normale fordeling i branchen.

Når man sammenligner passiverne for de to virksomheder kan man se, at de procentvise fordelinger følges nogenlunde. De væsentligste afvigelser er finansielle forpligtelser og leverandørgæld. DSV Panalpina har højere finansielle forpligtelser, hvorimod Kuehne + Nagel har en smule højere leverandørgæld. Det kunne dermed godt tyde på, at Kuehne + Nagel finansierer sig mere gennem leverandørerne, hvilket kan være en fordel, da dette typisk ikke er rentebærende gæld.

3.4 Delkonklusion på regnskabsanalyse

I regnskabsanalysen kunne det konstateres, at DSV Panalpinas årsrapporter er valide. Der foreligger i hver årsrapport en revisorpåtegning, som er afgivet og underskrevet af bl.a. Pricewaterhouse Coopers. Det blev antaget, at det er et firma, som besidder de fornødne kompetencer i forhold til revision.

I regnskabsanalysen blev der foretaget en reformulering af resultatopgørelsen samt balancen. Reformuleringen blev foretaget ud fra årsrapporterne fra 2015 – 2019. Disse årsrapporter kan ikke anvendes til analyseformål, hvorfor der udarbejdes en reformulering af årsrapporterne. Det fremgår af de beregnede nøgletal at opkøbene af UTI Worldwide, Inc og senest Panalpina i 2019, har haft en væsentlig indflydelse på udviklingen af nøgletallene. Dette ses særligt i regnskabsåret 2019.

ROE har i analyseperioden udviklet sig i den negative retning. Den er gået fra en forretning på 22,97 pct. til 11,61 pct. Det vil sige et fald på 11,36 procentpoint. Den negative udvikling skyldes den negative udvikling i ROIC_{BT}.

ROIC_{BT} har i analyseperioden udviklet sig negativt. Den er faldet med 9,8 procentpoint. ROIC_{BT} bliver påvirket af operating profit margin og capital turnover. Her ses det, at EBIT er steget med 95 pct. i analyseperioden, og det er medvirkende til den positive stigning i operating profit margin. Til gengæld er invested capital steget med 324 pct., hvilket har medført et fald i capital turnover. Den markante stigning i invested capital skyldes købet af Panalpina, som har medført en stor stigning i anlægsaktiver, som er indeholdt i invested capital. Grundet den markante forskel i stigningen på EBIT og invested capital er udviklingen af ROIC_{BT} i analyseperioden negativ.

Den finansielle gearing er i analyseperioden faldet med 0,04. Den finansielle gearing tager udgangspunkt i financial cost ratio og financial structure ratio. Financial cost ratio er beregnet ud fra EBT og EBIT, og det fremgår af den reformulerede resultatopgørelse af EBT er steget med 85,70 pct. og EBIT er steget med 95,6 pct. Grundet stigningen i EBIT betyder det financial cost ratio falder. Financial structure ratio er derimod steget i analyseperioden. Stigningen i financial structure ratio, er et udtryk for, at investeringerne i højere grad er finansieret ved hjælp af fremmedkapital. Både i 2016 og 2018 er DSV Panalpina blevet risikable.

I regnskabsanalysen er der også udarbejdet en benchmarkanalyse. I benchmarkanalyse blev DSV Panalpina sammenlignet med en af deres største konkurrenter, Kuehne + Nagel. I analysen blev der udarbejdet en common-size-analyse af de reformulerede resultatopgørelser og balancer. Sammenligner man de to virksomheders resultatopgørelse er fordelingen af omkostninger i forhold til omsætning meget ens. DSV Panalpina formår dog at skabe et større resultat end Kuehne + Nagel. Dette kan skyldes, at øvrige omkostninger og personaleomkostninger er højere hos Kuehne + Nagel end ved DSV Panalpina.

Der er ligeledes udarbejdet en common-size-analyse på de reformulerede balancer. Når man kigger på aktiverne, ses det at DSV Panalpinas langfristede aktiver udgør 75 pct., hvorimod de udgør cirka 30 pct. hos Kuehne + Nagel. Til gengæld har Kuehne + Nagel en større procentdel i de kortfristede

aktiver, og dette skyldes deres brugsrets aktiver og materielle aktiver. Forskellen kan også skyldes at DSV Panalpina anvender asset-light forretningsmodellen.

Ser man på passiverne for de to virksomheder, fremgår det at den procentvise fordeling følges ad. Afvigelserne findes i finansielle forpligtelser og leverandørgæld. DSV Panalpina har høje finansielle forpligtelser, hvorimod leverandørgælden er højere hos Kuehne + Nagel.

Den økonomiske udvikling i DSV Panalpina har i de seneste 5 år været opadgående. De store forskelle findes i de regnskabsår, hvor UTI Worldwide, Inc og Panalpina er blevet erhvervet. Det skyldes, at man har købt et selskab, og dermed overtaget værdien af selskabet. Det ses dog også, at DSV Panalpina formår at vækste og øge deres omsætning i hele analyseperioden. Ligeledes er deres egenkapital blevet forøget hvert år i analyseperioden.

4. Budgettering

Projektet har til formål at belyse, om den aktuelle børsværdi på DSV Panalpinas aktier pr. 1. april 2020 er retvisende i forhold til den beregnede teoretiske værdi. For at beregne den teoretiske værdi anvendes DCF-modellen, der anvendes og beskrives nærmere i kapital 5. For at kunne anvende denne model skal der udarbejdes et budget. Dette udarbejdes med baggrund i DSV Panalpinas forventninger, de strategiske analyser og den udarbejdede regnskabsanalyse. Der arbejdes ud fra en 5-årig budgetperiode, da en længere periode vil være svær at definere grundet opkøb, corona situationen og dermed mange usikkerheder.

Ved udarbejdelsen af budgettet tages der afsæt i identificerede succeskriterier, der defineres som omsætning, omkostninger, finansielle poster og skat, pengebindinger og investeringer. Disse beskrives efterfølgende i hver sit afsnit. Det fulde resultat- og balancebudget er vedlagt som bilag 3 og 4.

4.1 Omsætning

Det fremgår af den strategiske analyse, at branchen og verden generelt i øjeblikket oplever, hvordan økonomien er gået i stå grundet Covid-19. DSV Panalpina har i den forbindelse måtte nedjustere forventningerne til 2020, da det er uvist, hvor længe situationen fortsætter og hvilken indvirkning den præcis vil få. Samtidig fremgik det dog også, at der opleves en stigende tendens indenfor e-handel i

alle befolkningsgrupper, hvilket stiller store krav til leveringstid og leveringssted, men samtidig giver de store logistik- og transportvirksomheder nye muligheder for vækst.

Af nedenstående tabel ses udviklingen i omsætningen over de seneste 5 år. Der ses en markant vækst i omsætningen i år 2016 og 2019. Det er sammenfaldende med årene, hvor amerikanske UTI Worldwide Inc og Panalpina blev opkøbt. Den gennemsnitlige udvikling over årene viser en stigning på 17,3 pct.

DKK. Mio. seneste 5 år	2019	2018	2017	2016	2015
Omsætning	94.701	79.053	74.901	67.747	50.869
Stigning i omsætning	19,8%	5,5%	10,6%	33,2%	
Gennemsnitlig stigning	17,3%				

Med baggrund i udviklingen over de seneste fem år og de strategiske betragtninger i øvrigt, fremkommer den budgetterede omsætningsstigning som beregnet i tabellen nedenfor.

DKK. Mio. kommende 5 år	2024	2023	2022	2021	2020
Omsætning	115.602	108.040	102.407	97.069	94.701
Forventet stigning i omsætning	7,00%	5,50%	5,50%	2,50%	0,00%

År 2020 bliver ikke det år DSV Panalpina havde håbet på. Resultatet for januar lå nogenlunde som forventet, men resultatet for februar var 150 mio. kr. lavere end forventet. Der forventes desuden en negativ påvirkning over de næste måneder.⁸⁶ Med baggrund heri, og grundet uvisheden omkring tids-horisonten med corona-situationen, er omsætningen for år 2020 budgetteret til det samme som 2019. Den budgetterede omsætning over de følgende år forventes løbende at stige. Væksten i år 2021 er budgetteret til 2,750 pct., grundet en forventning om at udviklingen i verdensøkonomien igen skal i gang, hvilket kan tage tid. I år 2022 og 2023 tages udgangspunkt i tidligere års udvikling, hvor væksten for 2018 vurderes som repræsentativ. For år 2024 er der indregnet en stigning der er på vej mod væksten der blev oplevet i 2017. Den beregnede gennemsnitlige stigning på 17,3 pct. vurderes at være meget høj, og skyldes i særdeleshed de to år med opkøb. Der er derfor ikke budgetteret med stå høj en omsætningsvækst.

⁸⁶ https://www.soefart.dk/article/view/707628/dsv_traekker_2020forventninger_tilbage

Hvis man betragter DSV Panalpina's forskellige divisioner, fremgår det af 2019 regnskabet, at alle tre divisioner voksede på indtjeningen. Den største procentvise vækst var i Air & Sea, der også er virksomhedens største division og hvortil omkring halvdelen af omsætningen kan henføres. Det kan dermed konkluderes, at alle tre divisioner bidrager til omsætningsvæksten.

4.2 Omkostninger

Den strategiske analyse klarlagde konkurrencesituationen i branchen, der blev vurderet at være oligopol. Der er generelt sket mange opkøb i branchen for at vinde markedsandele. DSV Panalpina er efter fusionen i 2019 globalt blandt et af de fire største i branchen med en markedsandel på mellem 3 til 4 pct.⁸⁷ Det fremgik ligeledes af den strategiske analyse, at hvis de fortsat vil være blandt de førende, skal de især have fokus på den teknologiske udvikling. Denne kan bidrage til effektivisering og automatisering af processor, som kan sikre en hurtigere leveringstid og et eventuelt fald i omkostningerne.

Af nedenstående tabel, ses udviklingen i omkostninger gennem de seneste 5 år.

DKK. Mio.	2019	2018	2017	2016	2015
Direkte omkostninger	70.947	61.564	58.296	51.909	39.668
Ændring	15,2%	5,6%	12,3%	30,9%	
Gennemsnit	16,0%				
Øvrige omkostninger	3.133	3.036	3.110	3.307	2.149
Ændring	3,2%	-2,4%	-6,0%	53,9%	
Gennemsnit	12,2%				
Personaleomkostninger	10.329	8.241	7.831	8.281	5.477
Ændring	25,3%	5,2%	-5,4%	51,2%	
Gennemsnit	19,1%				

Som det ligeledes fremgik under forrige afsnit omkring omsætningen, kan der identificeres store udsving i de år hvor der er sket opkøb. Det ses desuden, at der i år 2017 og 2018 har været et fald i øvrige omkostninger og i 2017 et fald i personaleomkostningerne.

⁸⁷ <https://sn.dk/Erhverv/Transportgigants-omsaetning-naermer-sig-100-milliarder-kroner/artikel/912014>

Ved opkøbene har DSV Panalpina overtaget medarbejdere, kontorer og logistikfaciliteter. I de år, hvor der opleves nedgang i omkostningerne, har virksomheden forventeligt gennemført nedskæringer i nogle af de overtagne aktiviteter, grundet anvendelsen af asset light modellen.

De budgetterede tal for omkostningerne for de kommende fem år, forløber som vist i nedenstående tabel.

DKK. Mio. kommende 5 år	2024	2023	2022	2021	2020
Direkte omkostninger	94.811	86.983	80.726	74.920	70.947
<i>Forventet stigning</i>	<i>9,0%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>5,6%</i>	<i>0,0%</i>
Øvrige omkostninger	3.358	3.292	3.228	3.164	3.133
<i>Forventet stigning</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,0%</i>
Personaleomkostninger	11.071	10.854	10.641	10.432	10.329
<i>Forventet stigning</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,0%</i>
Omkostninger i alt	109.240	101.129	94.595	88.517	84.409

Med forventningen om en stigende omsætning følger også en forventning om stigende omkostninger. Virksomheden skal håndtere en større mængde gods, og måske imødekomme højere krav fra kunderne i takt med den stigende e-handel.

De direkte omkostninger budgetteres uændret for år 2020, men budgetteres til at stige med 5,6 pct. i år 2021, 7,8 pct. i 2023 og 9,0 pct. i 2024. De budgetterede forventninger skal for år 2021 ses i lyset af stigningen i 2018, mens forventningerne til 2022, 2023 og 2024 er udarbejdet på baggrund af tallene for 2017 og 2018. Disse anses for repræsentative for udviklingen, idet der i disse år ikke er sket store opkøb.

De øvrige omkostninger og personale omkostningerne er ligeledes budgetteret uændret i 2020 og efterfølgende med en stigning på 1 pct. i år 2021 og derefter 2 pct. i de efterfølgende år. Selvom der er beregnet et gennemsnit på 12,2 pct. og 19,1 pct., skyldes det i særdeleshed opkøbet tilbage i 2016, hvor der blandt andet blev overtaget omkring 40.000 medarbejdere. Hvis DSV Panalpina lykkedes med den teknologiske udvikling og automatisering af processer, vil det påvirke omkostninger positivt. Den stigende e-handel og de højere krav i den forbindelse, taler dog for at de øvrige omkostninger og personaleomkostningerne vil opleve mindre stigninger hvert år.

4.3 Finansielle poster og skat

Når man iagttager de finansielle poster, kan det være svært at sige noget konkret omkring fremtidige renter og afkast. Ud fra udviklingen over de seneste fem år, der fremgår af nedenstående tabel, ses det hvordan de svinger lidt hvert år i perioden.

DKK. Mio.	2019	2018	2017	2016	2015
Finansielle indtægter	131	130	94	222	47
Finansielle omkostninger	-989	-379	-650	-406	-350
I alt	-858	-249	-556	-184	-303
Gennemsnitlig sum	-430				

Den gennemsnitlige sum anvendes i hele budgetperioden.

Udover de finansielle poster ses også på skattesatsen. Den gennemsnitlige skattesats for den seneste femårige periode er 24 pct., hvorfor denne anvendes i hele budgetperioden. Udregningen af denne fremgår i tabellen neden for.

DKK. Mio.	2019	2018	2017	2016	2015
Resultat før skat	4.996	5.201	3.797	2.289	2.689
Skat af årest resultat	1.290	1.213	785	611	631
Skatte sats	25,8%	23,3%	20,7%	26,7%	23,5%
Gennemsnitlig skattesats	24%				

Den lovpligtige selskabsskat er fastsat til 22 pct. Afvigelsen mellem denne og den gennemsnitlige skattesats skyldes den udskudte skatteforpligtelses, der reguleres på årlig basis. Den gennemsnitlige skattesats anvendes derfor for hele budgetperioden.

4.4 Pengebindinger

Pengebindinger er et udtryk for den del af virksomhedens formue, der er bundet i forskellige typer af aktiver. Anlægsaktiverne betragtes som investeringer og omtales i det efterfølgende afsnit. Omsætningsaktiverne som indenfor virksomhedens normale drift ændres indenfor kort tid, omtales i dette afsnit. Her er der tale om tilgodehavender fra salg, igangværende arbejder, varebeholdning, andre tilgodehavender og aktiver bestemt for salg. Disse regnskabsposter indgår alle i den tidligere beregnede arbejdskapital.

I tabellen nedenfor vises arbejdskapitalen sammenholdt med omsætningen for at klarlægge, hvor stor en andel heraf arbejdskapitalen udgør heraf.

DKK. Mio. seneste 5 år	2019	2018	2017	2016	2015
Omsætning	94.701	79.053	74.901	67.747	50.869
Arbejdskapital	972	1.177	1.310	1.016	- 1.013
	1,03%	1,49%	1,75%	1,50%	-1,99%
Gennemsnitlig udvikling	0,75%				

Arbejdskapitalen har i analyseperioden udgjort omkring 1 pct. af omsætningen, hvorfor det i budgettet findes hensigtsmæssigt også at anvende denne procentvise fordeling. For at dette kan lade sig gøre, skal arbejdskapitalen stige tilsvarende omsætningen, hvilket er inkorporeret i budgettallene.

4.5 Investeringer og afskrivninger

I den strategiske analyse fremgik det, at DSV Panalpina, skal investere mere i teknologi og digitalisering, hvis de fortsat vil være en af de førende på markedet. Virksomheden har allerede investeret en stor del i anlægsaktiver, hvilket blev udvidet yderligere i forbindelse med købet af Panalpina. Det er især de immaterielle aktiver og brugsrets aktiverne, hvor der er sket en stor stigning.

Udviklingen i anlægsaktiver er især sket ved opkøb, hvorfor de ligeledes i år 2016 steg markant. Udviklingen over de seneste fem år fremgår af nedenstående tabel.

Mio. DKK	2019	2018	2017	2016	2015
Aktiver:					
<i>Langfristede aktiver</i>					
Immaterielle aktiver	51.988	16.742	16.573	17.247	8.996
Brugsrets aktiver	11.671	193			
Materielle aktiver	3.022	2.297	2.431	3.334	3.568
Andre tilgodehavender	494	291	257	317	119
Udskudte skatteaktiver	2.164	851	965	1.031	515
<i>Samlede langfristede aktiver</i>	<i>69.339</i>	<i>20.374</i>	<i>20.226</i>	<i>21.929</i>	<i>13.198</i>
<i>Procentvis udvikling</i>	<i>240,3%</i>	<i>0,7%</i>	<i>-7,8%</i>	<i>66,2%</i>	

I år 2017 og år 2018 ses det, hvordan niveauet for anlægsaktiverne er fortsat nogenlunde stabilt efter den markante stigning i 2016. Ved budgetudarbejdelsen er det forudsat, at dette mønster vil fortsætte de kommende år efter den markante stigning, der er oplevet i 2019. Der er derfor budgetteret med en stigning på 1 pct. for hvert år, baseret på stigningen i anlægsaktiver for 2018, dog med undtagelse af 2020 der som tidligere nævnt anslås at blive på niveau med 2019.

De immaterielle aktiver indeholder, udover goodwill og kundeforhold, også computersoftware der er købt eller udviklet til internt brug, og derudover software under udarbejdelse. Ved opkøbet af Panalpina er de immaterielle aktiver som nævnt steget markant, og indeholder forventeligt også software, der kan bidrage til, at virksomheden kan følge med den teknologiske udvikling i branchen. På baggrund af verdensøkonomien i øjeblikket forventes der derfor ikke yderligere større investeringer de kommende fem år.

De årlige afskrivninger har over de seneste fem år lagt på et stabilt niveau. Udviklingen heri fremgår af tabellen neden for.

Afskrivninger	2019	2018	2017	2016	2015
Samlede langfristede aktiver	69.339	20.374	20.226	21.929	13.198
Amortisering og afskrivninger	-3.638	-762	-786	-775	-525
Procentvis andel	5,2%	3,7%	3,9%	3,5%	4,0%
Gennemsnitlig andel	4,1%				

I budgettet er det forudsat, at denne kontinuerlige udvikling fortsætter, hvorfor der er budgetteret med årlige afskrivninger svarende til den gennemsnitlige andel på 4,1 pct. pr. år.

4.6 Øvrige regnskabsposter

I det følgende afsnit omtales de resterende regnskabsposter og den forventede udvikling her i, for på den måde at kunne færdiggøre resultat- og balancebudget.

Omkostninger til særlige poster anvendes i resultatopgørelsen, for at udsædvanlige poster der ikke er relateret til virksomhedens ordinære drift specificeres. Det ses at der i 2016 har været den største

andel på denne post, som det efterfølgende år blev nogenlunde halveret og at der i 2018 ikke var nogen. Det er i budgetteringen forudsat at et sammenligneligt mønster også ses efter opkøbet af Panalpina i 2019.

Likvider og likvide reserver har over de seneste år udviklet sig, som det vises i tabellen neden for.

Mio. DKK	2019	2018	2017	2016	2015
Likvider og likvide reserver	2.043	1.158	1.348	1.714	4.908
Procentvis udvikling	76,4%	-14,1%	-21,4%	-65,1%	
Gennemsnitlig udvikling	-6,0%				

Det fremkommer heraf at der har været store sving i udviklingen, dog svarende til en gennemsnitlig udvikling på -6 pct. Der er derfor i budgettet taget højde for et fald her på i år 2020, 2021 og 2022 hvorefter den likvide beholdning forventes at forsætte på niveauet der er anvendt for år 2022.

Egenkapitalen er budgetteret uændret på baggrund af en forventning om en fortsat aktiekapital på 235 millioner aktier til en pålydende værdi af 1kr hver. Aktiekapitalen blev forhøjet i 2019 og blev brug som vederlag for erhvervelsen af Panalpina.⁸⁸

Leasingforpligtelserne forventes at stige, i takt med et stigende antal anlægsaktiver. Den budgetterede udvikling vises i tabellen neden for.

Mio. DKK	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Langfristede gældsforpligtelser										
Leasing forpligtelser	10.620	10.171	9.766	9.468	9.227	9.227	132			
Procentvis udvikling	4,41%	4,15%	3,15%	2,61%	0,00%	6890,15%				
Kortfristede gældsforpligtelser										
Leasing forpligtelser	3.810	3.699	3.591	3.487	3.385	3.385	60			
Procentvis udvikling	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	0,00%	5541,67%				

Leasingforpligtelse har som det fremgår, ikke tidligere været noget der havde særlig indflydelse på passiverne. Først ved opkøbet af Panalpina i 2019, skete der en væsentlig ændring heraf, hvilket kan ses på den procentvise udvikling.

⁸⁸ DSV Panalpinas årsrapport for 2019

De finansielle forpligtelser, både de lang- og kortfristede forventes at stige. Dette sker, lige som ved leasingforpligtelserne, i takt med udviklingen i aktiverne. I år 2020 forventes der at afdrages på de langfristede finansielle forpligtelser, hvor de kortfristede er lig beløbet for år 2019. Denne betragtning er lavet på baggrund af udviklingen i verdensøkonomien, og de tidligere omtalte nedjusterede forventninger. Efterfølgende forventes der for både de lang- og kortfristede gældsforpligtelser at ske en årligt procentvis stigning på 3 pct. Dette kan ses i den følgende tabel.

Mio. DKK	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Langfristede gældsforpligtelser										
Finansielle forpligtelser	7.137	6.929	6.727	6.531	6.341	6.464	6.461	6.491	8.725	4.309
Procentvis udvikling	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	-1,90%	0,05%	-0,46%	-25,60%	102,48%	
Kortfristede gældsforpligtelser										
Finansielle forpligtelser	1.711	1.661	1.613	1.566	1.520	1.520	485	495	1.358	313
Procentvis udvikling	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	0,00%	213,40%	-2,02%	-63,55%	333,87%	

Hensættelser er ikke reguleret i budgetperioden, da de tidligere har lagt på et stabilt niveau, hvilke antages at være repræsentativt for den kommende periode.

5. Værdiansættelse

På baggrund af de ovenstående analyser, samt det udarbejde budget, vil der blive foretaget en værdiansættelse af DSV Panalpina. For at kunne beregne den teoretiske værdi af DSV Panalpinas aktie pr. 1. april 2020 anvendes værdiansættelsesmetoden Discounted Cash Flow (DCF-modellen). DCF-modellen er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel. Her bliver værdien af en virksomhed opgjort som den tilbagediskonterede værdi af de forventede fremtidige pengestrømme. Den mest anvendte form af DCF-modellen er på selskabsniveau, set fra långivers og ejers synsvinkel.⁸⁹

5.1 Discounted Cash Flow (DCF)

Ud fra DCF-modellen bliver der beregnet en Estimeret værdi (EV), som er den værdi en køber/ investor vil give for DSV Panalpina. Princippet med DCF-modellen er, at de fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres til nutidsværdi. Dette princip kan ses i nedenstående formel. Derudover indgår elementerne FCF, WACC og TV. FCF er det frie cash flow, WACC er de vægtede kapitalomkostninger og TV er terminalværdien, hvilket er et udtryk for fremtiden.

⁸⁹ <https://skat.dk/SKAT.aspx?oid=1813207>

$$EV = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_t + TV}{(1 + WACC)^t} + \dots$$

5.1.1 Det frie Cash Flow

Det frie cash flow måler, hvor mange likvider virksomheden har tilbage efter en investering i materielle aktiver. Det forkortes som FCF. Det anvendes på forskellige måder i en investeringsanalyse. Specielt i DCF-modellen er det et nøgleelement. Det kan være interessant at kigge på en virksomheds FCF, i forhold til solvens og likviditet. Det fortæller også om virksomheden har behov for yderligere finansiering. Formlen til FCF ser ud som nedenstående:

$$FCF = EBIT(1 - T_C) + \text{Depreciation expenses} - \Delta WCR - \text{Net capital expenditure}$$

EBIT er virksomhedens resultat før renter og skat. T_C er virksomhedens skattesats, som fastsættes til 22 pct., da det er den lovpligtige skattesats i Danmark, ΔWCR er ændringen i virksomhedens arbejdskapital. Depreciation expenses og net capital expenditure er afskrivninger og investeringer. Disse oplysninger er tidligere beregnet oppe i afsnittet "budget".

Den eneste faktor vi ikke kender er ΔWCR . Denne beregning vil blive foretaget i de følgende afsnit.

5.1.1.1 Arbejdskapitalen

Arbejdskapital består af debitorer + lagre – leverandørgæld. Dette svarer også til driftsmidler – driftsforpligtelser. Arbejdskapitalen bliver forkortet WCR og oversat til engelsk hedder Working capital requirement. En stigende arbejdskapital betyder der har været et stigende finansieringsbehov. Hvis arbejdskapitalen stiger, har virksomheden haft et finansieringsbehov. Er arbejdskapitalen derimod faldet, har virksomheden ikke haft behov for at have penge op ad lommen. Eftersom vi ikke kender aftalerne med deres forskellige leverandører og kunder tager analysen udgangspunkt i de historiske data som er vist i tabellen nedenfor.

DKK. Mio. seneste 5 år	2019	2018	2017	2016	2015
Omsætning	94.701	79.053	74.901	67.747	50.869
Arbejdskapital	972	1.177	1.310	1.016	- 1.013
% af omsætningen	1,03%	1,49%	1,75%	1,50%	-1,99%
Gennemsnitlig udvikling	0,75%				

Som det fremgår af tabellen har arbejdskapitalen svinget i analyseperioden. I 2015 ses det at arbejdskapitalen har været negativ. Dette skyldes driftsforpligtelserne har været højere end driftsmidlerne. Den gennemsnitlige procent af omsætningen til arbejdskapitalen har i analyseperioden været 0,75 pct. Det vurderes derfor at i den fremtidige pengestrømsanalyse vil arbejdskapitalen stige med 1 pct.

Hvis man som virksomhed vælger at reducere pengebindingen via nedbringelse af debitorer og lagre, samt forøger ved kreditorerne kan der frigives midler med bedre likviditet og besparelse på omkostninger.⁹⁰ Arbejdskapitalen bliver påvirket af både interne og eksterne faktorer. De eksterne forhold kan være svære at påvirke, hvorimod en række interne processor kan forbedre likviditeten.⁹¹ Det er tidligere blevet beskrevet at DSV Panalpina forsøger at implementere nye teknologier i forhold til deres arbejdsmetoder. Disse tiltag kan bl.a. være med at til ændre på deres arbejdskapital, og på den måde frigive likviditet. I nedenstående tabel vises den beregnede arbejdskapital, samt ændringerne.

	2.024	2.023	2.022	2.021	2.020	2.019	2.018	2.017	2.016	2.015
Arbejdskapital	1.520	1.296	1.105	999	972	972	1.177	1.310	1.016	- 1.013
Ændring i WCR	224	191	106	27	-	- 205	- 133	294	2.029	

5.1.2 Fri Cash Flow

I ovenstående figur er ændringen i arbejdskapitalen blevet beregnet, og det er nu muligt at beregne det Frie Cash Flow.

Værdiansættelse									
DKK. Mio.	2024T	2023B	2022B	2021B	2020B	2019	2018	2017	2016
Omsætning	115.602	108.040	102.407	97.069	94.701	94.701	79.053	74.901	67.747
Direkte omkostninger	- 94.811	- 86.983	- 80.726	- 74.920	- 70.947	- 70.947	- 61.564	- 58.296	- 51.909
Øvrige omkostninger	- 3.358	- 3.292	- 3.228	- 3.164	- 3.133	- 3.133	- 3.036	- 3.110	- 3.307
Personaleomkostninger	- 11.071	- 10.854	- 10.641	- 10.432	- 10.329	- 10.329	- 8.241	- 7.831	- 8.281
Amortisering og afskrivninger	- 2.942	- 2.913	- 2.884	- 2.855	- 2.827	- 3.638	- 762	- 786	- 775
Omkostninger til særlige poster	-	-	-	-	- 400	- 800	-	- 525	- 1.002
EBIT	3.421	3.998	4.928	5.697	7.065	5.854	5.450	4.353	2.473
EBIT*(1-tax)	2.600	3.039	3.746	4.330	5.370	4.342	4.179	3.453	1.813
+afskrivninger	2.942	2.913	2.884	2.855	2.827	3.638	762	786	775
- delta WCR	- 224	- 191	- 106	- 27	-	205	133	- 294	- 2.029
- netto investeringer	- 2.730	- 2.723	- 2.716	- 2.709	- 2.015	- 52.603	- 910	917	- 9.506
Frie Cash Flow	2.588	3.038	3.808	4.450	6.181	-44.418	4.164	4.862	-8.947

Det Frie Cash Flow måler som sagt de pengestrømme der tilkommer DSV Panalpina. De er, ved hjælp af DCF-modellen, med til at danne grundlag for en sluttelig vurdering af værdien af DSV Panalpina.

⁹⁰ <https://www.pwc.dk/da/restrukturering/assets/pwc-working-capital-management.pdf>

⁹¹ <https://www.pwc.dk/da/restrukturering/assets/pwc-working-capital-management.pdf>

Det ses af ovenstående tabel at det Frie Cash Flow er negativ i 2016 og 2019. Dette skyldes nettoinvesteringerne, og hænger sammen med opkøbet af UTI Worldwide, Inc og Panalpina. I de efterfølgende år svinger det Frie Cash Flow. I perioden 2020 – 2021 kan det bl.a. skyldes udbruddet af Covid19. Det forventes ikke at DSV Panalpina skal ud og købe flere virksomheder i den næste fremtid. De skal have sammenlægningen med Panalpina på plads først. Efter 2021 forventes det at omsætningen og omkostningerne stiger igen, og dette påvirker også det Frie Cash Flow.

5.1.3 WACC

Kapitalomkostningerne i en virksomhed er det minimums afkast som virksomheden skal skabe for at opfylde afkastforventningerne hos udbyderne af kapitalen. Er virksomhedens aktiver finansieret af forskellige fundingskilder, betyder det at virksomhedens kapitalomkostninger er lig med gennemsnittet af kildernes omkostninger. Dette betegnes som WACC (Weighted Average Cost of Capital). WACC skal i forbindelse med en værdiansættelse anvendes til at tilbagediskontere fremtidige frie cash flow til nutidsværdi. WACC skal deles op i to led, hvor prisen på gæld og prisen på egenkapital skal vægtes i forhold til den samlede egenkapital. Dette ses i formlen nedenfor:

$$WACC = \text{Cost of debt} \times \frac{D}{E + D} + \text{Cost of equity} \times \frac{E}{E + D}$$

Cost of debt = Prisen på gæld

Cost of Equity = Prisen på egenkapital

Eftersom der er skattefradrag vedrørende omkostninger til gældsdelen, skal skatten fratrækkes på gældssiden. Formlen for WACC kommer derfor til at se således ud:

$$WACC = K_D(1 - T_C) \frac{D}{E + D} + K_E \frac{E}{E + D}$$

K_D : Den samlede omkostning til fremmedkapital

K_E : Den samlede omkostning til egenkapital

E : Den vægtede andel af egenkapital

D : Den vægtede andel af fremmedkapital

T_C : Virksomhedens skatteprocent

For at kan beregne WACC skal der laves en fordeling af fremmekapital og egenkapital. Dette sker ved fastlæggelse af kapitalstrukturen. Der blev i benchmarkanalysen konstateret, at egenkapitalen udgør 51 pct. og den samlede gæld udgør 49%. Denne fordeling vil senere blive anvendt i beregningen af WACC. I benchmarkanalysen blev der sammenlignet med Kuehne + Nagel, og deres fordeling af egenkapital lød på 24 pct. og den samlede gæld var på 76 pct. Det vurderes at i DSV Panalpina er der ikke tale om mismatch eftersom deres egenkapitals procent er højere sammenlignet med Kuehne + Nagel.

5.1.3.1 Pris på fremmedkapital

Fremmedkapital består af de penge som en virksomhed skal have finansieret udefra. Beregningen af kostprisen på fremmedkapital kan gøres på flere måder. Hvis en virksomhed låner penge i banken vil omkostningen til fremmedkapitalen være lig med renten på lånet. Er der tale om en stor virksomhed, kan den sælge obligationer til investorer og på den måde låne penge fra investorer. Ifølge Nykredits hjemmeside vil et fastforrentet obligationslån i 20-årig periode have en årlig effektiv rente på 2,37 pct.⁹² Denne værdi vil blive brugt til beregning af værdien af DSV Panalpina.

5.1.3.2 Pris på egenkapital

For at beregne prisen for omkostningen af egenkapitalen anvendes CAPM-modellen,⁹³ som er vist i følgende formel:

$$K_{E,i} = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta_{equity,i}$$

$K_{E,i}$: Investorens pris på egenkapital

R_F : Risikofri rente

$E(R_M)$: Investorens risikopræmie

$\beta_{equity,i}$: Virksomhedens betaværdi

Den risiko frie rente er et udtryk for den rente en investor kan forvente at få ud af en investering som er risikofri. Det anbefales det, at der anvendes den effektive rente på en 10-årig statsobligation.⁹⁴ Eftersom den effektive rente i marts 2020 er -0,2 pct., har man valgt at tage gennemsnittet af den

⁹² <https://www.nykredit.dk/din-virksomhed/behov/finansiering/kurser-m.m/aktuelle-renter-og-ydelser/#kom-godt-videre>

⁹³ Gabriel Hawawini & Claude Viallet: Finance for executives – managing for value creation, side 425

⁹⁴ <https://www.skat.dk/skat.aspx?oId=1813218>

effektive rente på en 10-årig statsobligation i de senest 5 år, for at få en mere realistisk rente. Den effektive rente er derfor beregnet til 0,42 pct. Nedenfor ses en tabel over den effektive rente.

Effektiv rente af statsobligationer					
	2019	2018	2017	2016	2015
Effektiv rente - 10-årig statsobligationer	0,1	0,5	0,5	0,3	0,7
Gennemsnit	0,42				

Markedets risikopræmie er et udtryk for det afkast, som investorerne kræver for at investere i aktier fremfor risikofrie investeringer. Fastsættelsen af markedsrisikopræmien kan fastsættes ud fra tilgangsvinkler:⁹⁵

- En rundspørge
- Historiske observationer
- Forventninger til risikopræmien.

Der vil ikke ske yderligere uddybning af de tre tilgangsvinkler. For at bestemme markedsrisikopræmien, er det valgt at følge anbefalingerne fra SKAT, som bundet i en samlet vurdering af diverse undersøgelser og anbefalinger. Skattestyrelsen anbefalet som udgangspunkt en markedsrisikopræmie på 4,5 pct.⁹⁶ Denne værdi anvendes til beregning af WACC.

Betaværdien udtrykker en akties systematisk risiko. Det vil sige følsomheden af en akties afkast i forhold til ændringer i markedsporteføljens afkast. Hvis beta er lig med 1 er aktiens risiko det samme som markedsporteføljen. Hvis beta er under 1 er aktiens risiko lavere end markedsporteføljen. Hvis beta er over 1, er aktien mere følsom end markedsporteføljen.⁹⁷ DSV Panalpinas beta værdi er på 0,83⁹⁸ beregnet via Yahoo finans. DSV Panalpinas beta værdi er under 1, og det vil sige aktiens risiko er lavere end markedsporteføljen.

⁹⁵ <https://skat.dk/SKAT.aspx?oid=1813219>

⁹⁶ <https://skat.dk/SKAT.aspx?oid=1813219>

⁹⁷ Gabriel Hawawini & Claude Viallet: Finance for executives – managing for value creation, side 421

⁹⁸ <https://finance.yahoo.com/quote/DSV.CO?p=DSV.CO>

5.1.4 Beregning af WACC

I tabellen neden for ses en opsummering af de analyserede elementer til beregningen af den samlede WACC.

Beregning af Cost of Debt	
Fremmedkapital	49%
Egenkapital	51%
Skatteprocent	24%
Rente fremmedkapital	2,37%
Cost af Debt	0,88%
Beregning af Cost of Equity	
Fremmedkapital	49%
Egenkapital	51%
Risikofri rente	0,42%
Investorerne risikopræmie	4,50%
Beta	0,83
Cost of Equity	2,15%
WACC	3,03%

Værdien af Cost of Debt er beregnet således:

$$\text{Rente fremmedkapital} \times (1 - \text{skat}) \times (\text{Fremmedkapital} / (\text{Egenkapital} + \text{fremmedkapital}))$$

Resultatet af ovenstående formel er den samlede Cost of Debt, som bliver 0,88 pct. Derefter er Cost of Equity blevet beregnet ved hjælp af nedenstående formel:

$$K_{E,i} = R_F + [E(R_M) - R_F] \beta_{\text{equity},i}$$

Cost of Equity er beregnet til 2,15 pct., og ud fra ovenstående kan WACC beregnes til 3,03pct. WACC vil blive anvendt som diskonteringsfaktoren i værdiansættelsen af DSV Panalpina ved benyttelse af DCF-modellen.

5.2 Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen

Efter WACC er blevet estimeret, kan man nu beregne DSV Panalpina værdi ved at anvende DCF-modellen. Beregningen af værdien ses af nedenstående.

Værdiansættelse									
DKK. Mio.	2024T	2023B	2022B	2021B	2020B	2019	2018	2017	2016
Omsætning	115.602	108.040	102.407	97.069	94.701	94.701	79.053	74.901	67.747
Direkte omkostninger	- 94.811	- 86.983	- 80.726	- 74.920	- 70.947	-70.947	-61.564	-58.296	-51.909
Øvrige omkostninger	- 3.358	- 3.292	- 3.228	- 3.164	- 3.133	-3.133	-3.036	-3.110	-3.307
Personaleomkostninger	- 11.071	- 10.854	- 10.641	- 10.432	- 10.329	-10.329	-8.241	-7.831	-8.281
Amortisering og afskrivninger	- 2.942	- 2.913	- 2.884	- 2.855	- 2.827	-3.638	-762	-786	-775
Omkostninger til særlige poster	-	-	-	-	-400	-800	-	-525	-1.002
EBIT	3.421	3.998	4.928	5.697	7.065	5.854	5.450	4.353	2.473
EBIT*(1-tax)	2.600	3.039	3.746	4.330	5.370	4.342	4.179	3.453	1.813
+afskrivninger	2.942	2.913	2.884	2.855	2.827	3.638	762	786	775
- delta WCR	- 224	- 191	- 106	- 27	-	205	133	- 294	- 2.029
- netto investeringer	- 2.730	- 2.723	- 2.716	- 2.709	- 2.015	- 52.603	- 910	917	- 9.506
Frie Cash Flow	2.588	3.038	3.808	4.450	6.181	-44.418	4.164	4.862	-8.947
Terminalværdi		202.172							
Vækst i terminalperiode	1,75%								
WACC	3,03%								
NPV af cash flow 2021-2023	16.091								
NPV af terminalværdi	179.418								
NPV i alt	195.509								
+ cash	1.920								
- gæld	- 48.238								
Værdi af egenkapital	149.191								
Antal aktier i mio.	235								
Værdi pr. aktie	635								
Aktiekurs pr. 1. april 2020	607								
Afvigelse	4,55%								

I ovenstående tabel er DSV Panalpinas nutidsværdi af det Frie Cash Flow beregnet til 16.091 mio. DKK i budgetperioden for 2020-2023. Efter budgetperioden kommer terminalperioden, og her er nutidsværdien beregnet til 202.172 mio. DKK. Nutidsværdien i terminalperioden er tilbagediskonteret med den ovenstående beregnede WACC. Dette resulterer i en nutidsværdi af terminalperioden på 179.418 mio. DKK. Den samlede NPV bliver 195.509 mio. DKK. For at finde værdien af egenkapitalen lægges likvider og likvide reserver til og der fratrækkes differencen mellem samlede langfristede gældsforpligtelser og samlede kortfristede gældsforpligtelser, hvilket giver en værdi af egenkapitalen på 149.191 mio. DKK. Dette svarer til en aktionærværdi på 635 DKK. Kursen på DSV Panalpina er på børsen opgjort til 607,20 jf. nedenstående udklip fra Borsn.dk



Forskellen på kursen er 28 og det giver en afvigelse på 4,55 pct. Ud fra ovenstående kan det konstateres, at børskursen pr. 1. april 2020 er undervurderet i forhold til den beregnede kurs.

5.3 Prismultiple

I ovenstående afsnit blev der foretaget en værdiansættelse ved brug af DCF-modellen. Denne er den mest anvendte værdiansættelsesmetode og betegnes også som en nutidsmodel. Nutidsmodellerne stiller høje krav til dataindsamlingen og samtidig også til budgetteringen. Udover nutidsmodellerne findes også relative værdiansættelsesmodeller, der er mere simple. Disse modeller effektueres oftest ved brug af prismultiple, der kan beskrives som et simpelt nøgletal hvor markedsprisen sættes over en værdiindikator i årsregnskabet.⁹⁹

Dette afsnit har derfor til formål, at værdiansætte DSV Panalpina, ved brugen af prismultiple. Samtidig ønskes det at sammenholde resultaterne for værdiansættelsen ved prismultipler med den beregnede værdi ved brug af DCF-modellen. Beregningerne ved brug af prismultiplerne skal derved blot anvendes som et supplement for at sikre, at det udarbejdede estimat ved brug af DCF-modellen er validt.

⁹⁹ Sørensen, O. (2017). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang* (5. udg.)

Prismultiplerne indbefattes i en sammenlignelig metode, der anvendes som følger:

1. Identificering af sammenlignelige virksomheder inden for samme branche
2. Identificering af værdiindikatorer for de sammenlignelige virksomheder (P/E, P/B, P/S), og beregn multiple her for.
3. Anvendelse af gennemsnittet på de valgte værdiindikatorer for målvirksomheden, for at finde dens værdi.¹⁰⁰

Af sammenlignelige virksomheder har vi valgt Kuehne + Nagel og DHL. Disse nævnes i DSV Panalpina's årsrapport for 2019, som nogle af de firmaer med de største markedsandele og samtidig er Kuehne + Nagel også anvendt i afsnit 3.4 hvor der er udarbejdet en benchmarkanalyse.

De værdiindikatorer der anvendes i dette projekt er indtjening (P/E), den bogførte værdi (P/B) og virksomhedens salg (P/S).¹⁰¹ Gennemsnittet på de valgte værdiindikatorer er anvendt for at finde værdien af DSV Panalpina. Beregninger følger i de to tabeller neden for.

Enhed mio.	Virksomhed	Nettoomsætning	Forventet nettooverskud	Egenkapital	Markedsværdi	P/E	P/B	P/S
CHF	Kuehne + Nagel	21.094	1.061	2.322	19.550	18,43	8,42	0,93
EUR	DHL	63.341	4.128	14.392	42.020	10,18	2,92	0,66
DKK	DSV Panalpina	94.701	5.854	49.319				
Gennemsnit for multiple						14,30	5,67	0,80

Mio.	Gennemsnitlig multiple	DSV Panalpina beløb	DSV Panalpina værdi	Beregnet aktieværdi
P/E	14,30	5.854	83.728	356
P/B	5,67	49.319	279.618	1.190
P/S	0,80	94.701	75.297	320
Gennemsnit for værdier			146.214	622
Aktier	235	mio		

Af tabellerne fremkommer det, at der opnås tre meget forskelle værdier ved brug af prismultiplerne. Beregningerne munder ud i en gennemsnitlig værdi for DSV Panalpina på DKK 146.214 mio. DKK. Det beregnede gennemsnit for aktieværdien svarer til en kurs på DKK 622. Den beregnede værdi ved brug af DCF-modellen udgjorde DKK 635, og der er dermed en forskel på DKK 13 for hver aktie. Forskellen skabes, fordi tallene ved brug af prismultiplerne, alene er ultimo tal for år 2019, hvorimod der ved anvendelse af DCF-modellen tages højde for mange flere detaljer.

¹⁰⁰ Sørensen, O. (2017). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang* (5. udg.)

¹⁰¹ <http://investeringsbloggen.dk/tag/dcf/>

Ved ovenstående beregning, kan det konkluderes, at den faktiske aktiekurs pr. 1. april 2020 er undervurderet, hvilket også er i overensstemmelse med det opnåede resultat ved brug af DCF-modellen. DSV Panalpinas aktier vurderes derfor at være en attraktiv investering.

5.4 Følsomhedsanalyse

Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen, tager højde for mange detaljer, og forudsætter at der tages udgangspunkt i et fastsat scenarie. De faktorer der er anvendt i beregningen, vurderes med baggrund i oparbejdet data og gennem egen tilvirkning. Dette med baggrund i kendskabet til virksomheden, der er opnået blandt andet via den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Værdiansættelsen vil dermed ændres, såfremt grundlaget her for ændres. Dette afsnit har til formål at afdække følsomheden i værdiansættelsen.

En følsomhedsanalyse præsenterer beregninger af værdien ved ændring af kritiske faktorer. Værdiansættelsen er udarbejdet via DCF-modellen og de kritiske faktorer kan eksempelvis være ændring i WACC eller i vækstfaktoren. Følsomheden ønskes derfor belyst ud fra netop disse to faktorer. Den beregnede WACC ved værdiansættelsen var 3,03 pct. og der blev taget højde for en vækstfaktor på 1,75 pct. Følsomhedsanalysen ser ud som vist i nedenstående tabel, hvor netop denne kombination af WACC og vækstfaktor, vises i det midterste felt.

WACC	Aktiekurs DKK	Vækstfaktor				
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
	2,53%	651	840	1.150	1.752	3.431
	2,78%	517	643	830	1.137	1.734
	3,03%	420	510	635	820	1.124
	3,28%	348	415	503	627	811
	3,53%	291	343	409	497	619

Analysen viser at en ændring i WACC medfører et større udsving i aktiekursen, end en ændring af værdien for vækstfaktoren. Aktiekursen konkluderes dermed at være mere følsom over for en ændring i WACC.

Det vurderes ud fra den udarbejdede tabel, at udfaldet af værdiansættelse vil ændres betydeligt, ved mindre ændringer i de to anvendte kritiske faktorer. Værdiansættelsen er derfor meget følsom og kan indeholde en vis usikkerhed.

5.5 Delkonklusion på værdiansættelsen

Der er i værdiansættelsen anvendt DCF-modellen til at beregne DSV Panalpinas aktieværdi. Værdiansættelsen er baseret ud fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen, samt budgetteringen, der er udarbejdet i ovenstående. I afsnittet værdiansættelse bliver der redegjort og estimeret de elementer der skal anvendes i DCF-modellen.

WACC blev beregnet til at være 3,03 pct., hvilket resulterede i en værdi af egenkapital på 149.191 mio. DKK. Aktiekursen for DSV Panalpina pr. 1. april 2020 blev estimeret til at være DKK 635, hvilket gav en afvigelse på 4,55 pct. sammenholdt med børskursen pr. 1. april 2020. DSV Panalpinas beregnede aktiekurs er efterfølgende sammenholdt med en gennemsnitlig aktiekurs estimeret ved hjælp af prismultipler. Det kunne ud fra prismultiplerne konstateres at den faktisk aktiekurs pr. 1. april 2020 er undervurderet.

Efterfølgende blev der udført en følsomhedsanalyse, med henblik på at undersøge følsomheden af den estimerede aktieværdi. Ud fra følsomhedsanalysen kunne det konkluderes at en ændring i WACC medførte et større udsving i aktiekursen, end hvis der blev foretaget ændring i vækstfaktoren. Aktiekursen er derfor mere følsom over for en ændring i WACC.

Den teoretiske værdi af DSV Panalpina er beregnet til 635 DKK pr. aktie og det ifølge ovenstående afsnit med følsomhedsanalysen, konkluderes at den teoretiske værdi er meget følsom og kan indeholde en vis usikkerhed.

6. Konklusion

Afhandlingens overordnede formål er at besvare hovedspørgsmålet fra problemformuleringen, der under henvisning til afsnit 1.3, lyder som følger:

Er den aktuelle børsværdi på DSV Panalpina aktier pr. 1. april 2020 retvisende i forhold til den beregnede teoretiske værdi?

For at kunne besvare den opstillede problemformuleringen, er der opsat fire underspørgsmål, som er blevet besvaret i afhandlingens kapitler.

Den strategiske analyse har til formål at besvare underspørgsmålet '*Hvilke interne og eksterne strategiske forhold giver værdi og potentiel merværdi for DSV Panalpina?*'. Ved udarbejdelsen af den eksterne analyse, er der anvendt en PEST-analyse og Porter Five Forces. Den eksterne analyse viser, at DSV Panalpina i høj grad er påvirket af forholdene i omverdenen.

De politiske og lovgivningsmæssige faktorer, reguleres gennem regler for handel i EU, som giver nemmere adgang til flere markeder og skaber lige konkurrencevilkår, hvilket skaber værdi, i en pres-set branche. De økonomiske forhold har stor betydning for virksomheden, der har måtte nedjustere forventningerne til år 2020, da verdensøkonomien er gået i stå, på grund af Covid-19 udbruddet. Der ses dog en stigende tendens i E-handel, blandt alle aldre, som anses for at skabe værdi og potentiel merværdi for DSV Panalpina.

E-handel stiller store krav til leveringstid og leveringssted, hvilket skaber store muligheder for virksomheden. Store muligheder skabes ligeledes via den teknologiske- og miljømæssige udvikling, som er to nærliggende emner. Begge disse emner har indflydelse på kundernes og konkurrenternes for-handlingsstyrke. Den teknologiske udvikling kan være afgørende for effektivisering af processors hos virksomheden og konkurrenterne, men spiller ligeledes en stor rolle hos kunderne, der nemmere kan få flere informationer og data omkring ordren. Der er få store udbydere i branchen, hvorfor det er helt afgørende at være et skridt foran konkurrenterne. Udviklingen i branchen har gennem de senere år vist, en stigende tendens til opkøb for at vinde markedsandele.

Den interne analyse viser, at DSV Panalpina har en stærk værdikæde og anvender en konkurrence- og vækststrategi, der giver værdi for virksomheden på nuværende tidspunkt og forventelig også frem-tidigt. Ved analyse af værdikæden, blev det konkluderet, at det er i serviceprocessen værdien skabes. Kernekompetencen kan dermed ikke isoleres til en enkelt aktivitet, som ved den traditionelle værdi-kæde. Virksomhedens informationsniveau og erfaring muliggør en hurtig problemløsende tilgang til projekter, hvilket i høj grad også ligger i støtteaktiviteterne, hvor organisationen er opbygget med fokus på de rette medarbejdere, at følge med den teknologiske udvikling og ikke mindst at udvælge de rette underleverandører, så asset-light modellen fortsat er en succes.

Forretningsmodellen bidrager til at DSV Panalpina kan holde omkostningerne nede, selvom de er en af verdens største transportvirksomheder, hvorfor konkurrencestrategien 'omkostningsleder' anvendes. Virksomheden er gennem de senere år vokset, i sær via opkøb af konkurrenter, og anvender vækststrategien 'integration', herunder horisontal integration. Det vurderes i den forbindelse at virksomheden ligeledes er godt rustet til flere opkøb fremtidigt, for på den måde at kunne øge deres markedsposition.

Formålet med regnskabsanalysen er at besvare underspørgsmålet '*Hvordan har den økonomiske udvikling været gennem de seneste 5 år?*'. Regnskabsanalysen vil sammen med den strategiske analyse, danne grundlag for afhandlingen budgettering. Den økonomiske udvikling har været opadgående, med en vækst og øget omsætning i hele analyseperioden, og samtidig en stigende egenkapital. Der forekommer især store ændringer i år 2016 og 2019 hvor UTI Worldwide, Inc og Panalpina er blevet erhvervet.

Til brug for udarbejdelsen af værdiansættelsen, forudsættes udarbejdelsen af et budget. Der anvendes en 5-årig budgetperiode, og budgettallene er udarbejdet med baggrund i den strategisk analyse og regnskabsanalysen samt DSV Panalpinas egne forventninger her til. Der tages afsat i det tredje underspørgsmål '*Hvilken indflydelse vil den strategiske- og regnskabsmæssige analyse få på det fremtidige budget, samt hvilke antagelser og forudsætninger skal der medtages i budgetteringen?*'.

DSV Panalpina har nedjusteret forventningerne til år 2020, hvilke stemmer godt overens med afhandlingens konstaterede tilstand på verdensøkonomien. Den strategiske analyse indikerer et afventende stillestående marked, på ubestemt tid, mens den regnskabsmæssige analyse viser en virksomhed i konstant vækst. Der er derfor i afhandlingen udarbejdet et budget, der tager højde for begge dele og kan anskues som en median mellem de to situationer.

Budgettallene anvendes som grundlag for at beregne den teoretiske værdi ved brug af DCF-modellen, for herigennem at besvare det sidste underspørgsmål '*Hvad er den teoretiske værdi af DSV Panalpinas aktier og hvor følsom er den beregnede værdi?*'. Værdien af egenkapitalen blev beregnet til 149.191 mio. DKK pr. 1. april 2020 svarende til en værdi pr. aktie på 635 DKK. For at understøtte denne beregning, er værdien pr. aktie ligeledes udregnet ved brug af prismultiple, hvor den gennemsnitlige pris blev udregnet til 622 DKK pr. aktie. Det blev konkluderet at der opnås en mindre forskel

i værdiestimatet, fordi tallene ved brug af prismultiplerne, alene er ultimo tal for 2019, hvorimod der ved anvendelse af DCF-modellen tages højde for flere detaljer.

Værdiansættelsen forudsætter at der tages udgangspunkt i et fast scenarie. Der er derfor udarbejdet en følsomhedsanalyse, for at afklare værdien ved ændring af de to kritiske faktorer WACC og væksth faktoren. Værdiansættelsen er meget følsom og ændres betydeligt, ved mindre ændringer i de kritiske faktorer.

Baseret på de udarbejdede analyser og det beregnede budget, kan det konkluderes at den faktiske aktiekurs med en aktuelle børsværdi pr. 1. april 2020, som udgjorde 607,20 DKK, er undervurderet, set i forhold til afhandlingens beregnede værdi på 635 DKK. Derfor udgør DSV Panalpinas aktier en attraktiv investering.

7. Litteraturliste

7.1 Bøger

- Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (4. udg.)
- Andersen, I. (2013). *Den skinbarlige virkelighed* (5. udg.)
- Hawawini, G., Viallet, C. (2015). *Finance for executives – Managing for value creation* (5. udg.)
- Sørensen, O. (2017). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang* (5. udg.)

7.2 Årsrapporter

- DSVs Panalpina's årsrapport 2019
<https://investor.dsv.com/static-files/b4c0c890-9f25-4b45-bb00-8a7dd6d5f433>
- DSVs årsrapport 2018
<https://investor.dsv.com/index.php/static-files/5d7f9ee9-2084-4143-b42a-6b85fd5ebfc1>
- DSVs årsrapport 2017
<https://investor.dsv.com/static-files/e610b84e-e9c0-43f5-bdd6-6f1d2ff991bf>
- DSVs årsrapport 2016
<https://investor.dsv.com/static-files/390fdaa2-3946-45c3-9436-4e5e0957ce7d>
- DSVs årsrapport 2015
<https://investor.dsv.com/static-files/5d7af643-1546-42e8-bf1d-9bb948366f53>
- Kuehne + Nagels årsrapport 2019
https://www.kn-portal.com/fileadmin/user_upload/documents/about_us/Investor_Relations/documents/2020/FY_2019_Analyst_Conference_Presentation.pdf
- DHLs årsrapport 2019
<https://www.dpdhl.com/content/dam/dpdhl/en/media-center/investors/documents/annual-reports/DPDHL-2019-Annual-Report.pdf>

7.3 Hjemmesider

<https://www.altinget.dk/christiansborg/artikel/miljoe-og-klima-stormer-op-ad-dagsordenen>

<https://www.altinget.dk/energi/artikel/regeringen-lander-bred-aftale-om-ny-klimalov>

<https://arbejderen.dk/indland/transport-dumpere-rådgiver-regeringen>

https://www.avisen.dk/kvinder-skal-redde-den-danske-transportbranche_541438.aspx

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/dsv-advarer-maersk-om-at-komme-for-taet-paa-det-vil-vaere-relativt>

<https://bm.dk/nyheder-presse/pressemeddelelser/2020/01/ny-aftale-skal-forhindre-loendumping-paa-landevejene/>

<https://borsen.dk/investor/aktie/S1131/DSV/DSVPanalpina>

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/det-handler-om-skibe-og-vinger-luft-og-soefragt-dominerer-nu-hos-dsv>

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/dsv-panalpina-konkurrent-koeber-hollandske-aktiviteter-65p0l>

<https://www.businessinsights.dk/transport-logistik/fremtidens-transportopgaver-drives-af-kunder-og-data/>

<https://www.danskenergi.dk/nyheder/tung-transport-er-hard-nod-knaekke>

<https://www.danskerhverv.dk/politik-og-analyser/transport/>

<https://www.danskindustri.dk/di-business/arkiv/nyheder/2019/11/hvad-er-fremtidens-brandstof/>

<https://www.danskindustri.dk/globalassets/billedarkiv/om-di/presse/dokumenter/fremtidens-transport-handel-og-logistik.pdf>

<https://www.dk.dsv.com/om-dsv/dsv-i-trafikken>

<https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/fra-dansk-transportfirma-til-global-speditoerselskab>

<https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/News/2016/Januar/DSV-koeber-UTi-Worldwide-Inc>

<https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/News/2019/Januar/nye-regler-for-en-groennere-soefragt>

<https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Presse/News/2019/Oktober/dsv-boing-747-sikrer-fuld-kontrol>

<https://www.dk.dsv.com/om-dsv/Vision>

https://dk.kuehne-nagel.com/da_dk/top-links/om-os/

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/flest-maend-har-meldt-sig-ledige-foelg-den-oekonomiske-krise-i-danmark-her>

<https://www.dsv.com/About-DSV/company-structure>

<https://www.dsv.com/About-DSV/media/latest-news/2019/12/DSV-signs-new-partnership-agreement-with-Marimekko-Finland>

<https://www.dsv.com/About-DSV/partners-and-subcontractors>

<http://dtl.eu/maerkesager/klima-og-miljoe/>

<http://dtl.eu/media/2572/antal-vognmandsvirksomheder-og-tilladelser-08-11-2019.pdf>

<http://dtl.eu/om-dtl/kort-om-dtl/>

https://europa.eu/european-union/topics/transport_da

<https://fagbladet3f.dk/artikel/udlaendinge-har-overtaget-naesten-al-transport-over-danske-graenser>

<https://finance.yahoo.com/quote/DSV.CO?p=DSV.CO>

<https://finans.dk/analyse/ECE11638259/brancheanalyse-transportbranchen-2019/?ctxref=ext>

<https://finans.dk/erhverv/ECE12019841/coronakrisen-faar-fragtpriser-til-at-flyve-i-vej-ret/?ctxref=ext>

<https://www.fstyr.dk/da/Erhvervstransport/Køre--og-hviletid/Regler-og-vejledning-om-køre--og-hviletid#vejledningsmateriale>

<https://jv.dk/artikel/danmarks-bnp-kan-falde-med-op-til-seks-procent-i-2020>

<https://kefm.dk/klima-og-vejr/klimainsatsen-i-danmark/>

<https://www.kl.dk/media/18610/demografiske-udfordringer-frem-til-2040.pdf>

<https://lastbilmagasinet.dk/artikler/navne-c55/ny-bruxelles-spydspids-for-nordiske-vognmaend-p50167>

<https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/a176f8d6-17d9-4852-9e02-6c5c5d8b651c>

<https://mobil.nu/it-tele/danskerne-handler-langt-mindre-udenlandske-webshops-103297>

https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2019/09/ANALYSE_nr%2020_Udsigter%20for%20dansk%20økonomi%20-%20september%202019.pdf

<https://nyheder.tv2.dk/business/2020-03-23-coronavirus-kan-udloese-den-stoerste-oekonomiske-krise-i-danmark-nogensinde>

<https://www.nykredit.dk/din-virksomhed/behov/finansiering/kurser-m.m/aktuelle-renter-og-ydelser/#kom-godt-videre>

<https://www.pwc.dk/da/restrukturering/assets/pwc-working-capital-management.pdf>

<https://scm.dk/dsv-opjusterer-med-dronesamarbejde>

<https://shippingwatch.dk/logistik/article11767726.ece>

<https://shippingwatch.dk/Rederier/article11545662.ece>

<https://shippingwatch.dk/Services/article10300688.ece>

<https://skat.dk/SKAT.aspx?oid=1813207>

<https://www.skat.dk/skat.aspx?oId=1813218>

<https://skat.dk/SKAT.aspx?oid=1813219>

<https://smvguiden.dk/virksomhedsdrift/regnskabsanalyse-common-size-analyse-og-indeksanalyse-af-regnskab/>

<https://sn.dk/Erhverv/Transportgigants-omsaetning-naermer-sig-100-milliarder-kroner/artikel/912014>

https://www.soefart.dk/article/view/654500/nu_skulle_den_vaere_hjemme_dsv_kober_panalpina

https://www.soefart.dk/article/view/707628/dsv_traekker_2020forventninger_tilbage

<https://transporttidende.com/artikler/spedition-and-logistik-c56/svagt-negativ-organisk-vaekst-i-q4-p50563>

https://www.transportmagasinet.dk/article/view/682074/top_10ere_hvem_er_bedst_i_transport-branchens_top

https://www.transportmagasinet.dk/article/view/707647/dsv_dropper_2020forventninger_pa_grund_af_virus

<http://trendsandtravel.dk/eu-strammer-regler-for-luftfart/>

<https://um.dk/da/udenrigspolitik/handelspolitik/>

<https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/senior-boom-i-onlinehandel-langt-de-fleste-aeldre-mellem-6674-ar-shopper-pa-nettet?publisherId=4450455&releaseId=13566577>

8. Bilag

Bilag 1: Commonsize-analyse af resultatopgørelsen

Resultatopgørelse til analyseformål	DSV Panalpina		Kuehne + Nagel	
	2019	Commonsize	2019	Commonsize
DKK. Mio.				
Omsætning	94.701	100,0%	149.346	100,0%
Direkte omkostninger	- 70.947	74,9%	- 92.840	62,2%
Bruttofortjeneste	23.754	25,1%	56.505	37,8%
Øvrige omkostninger	- 3.133	-3,3%	- 9.027	-6,0%
Personaleomkostninger	- 10.329	-10,9%	- 34.529	-23,1%
Omkostninger til særlige poster	- 800	-0,8%		
EBITDA	9.492	10,0%	12.949	8,7%
Amortisering og afskrivninger	- 3.638	-3,8%	- 5.437	-3,6%
EBIT	5.854	6,2%	7.512	5,0%
Finansielle indtægter	131	0,1%	78	0,1%
Finansielle omkostninger	- 989	-1,0%	- 205	-0,1%
Resultat join ventures og associerede virks.			28	0,0%
EBT	4.996	5,3%	7.413	5,0%
Skat af årets resultat	- 1.290	-1,4%	- 1.749	-1,2%
EAT	3.706	3,9%	5.664	3,8%

Bilag 2: Commonsizet analyse af balancen

Balance	DSV Panalpina		Kuehne + Nagel	
Mio. DKK	2019	Commonsize	2019	Commonsize
Aktiver:				
<i>Langfristede aktiver</i>				
Immaterielle aktiver	51.988	75,0%	1.310	4,0%
Brugsrets aktiver	11.671	16,8%	13.445	41,1%
Materielle aktiver	3.022	4,4%	7.710	23,6%
Andre tilgodehavender	494	0,7%		
Udskudte skatteaktiver	2.164	3,1%	1.551	4,7%
Goodwill			8.638	26,4%
Inv. joint Ventures og associerede virks.			64	0,2%
	69.339	100%	32.717	100%
Samlede langfristede aktiver	69.339	71%	32.717	47%
<i>Kortfristede aktiver</i>				
Tilgodehavender fra salg	18.252	64,7%	25.495	69,2%
Igangværende arbejder (services og lagre)	3.054	10,8%	1.579	4,3%
Varebeholdning	1.324	4,7%		
Andre tilgodehavender	3.410	12,1%	1.869	5,1%
Likvider og likvide reserver	2.043	7,2%	6.443	17,5%
Aktiver bestemt for salg	135	0,5%		
Forudbetalte omkostninger			1.140	3,1%
Tilgodehavende inkomstsatter			319	0,9%
	28.218	100,0%	36.844	100,0%
Samlede kortfristede aktiver	28.218	29%	36.844	53%
Aktiver i alt	97.557	100%	69.561	100%
Passiver:				
<i>Egenkapital</i>				
Aktiekapital	235		850	
Reserver	49.195		9.898	
Årets indtjening			5.650	
Aktionærernes andel af Egenkapital	49.430		16.397	
Minoritets interesser	- 111		42	
Egenkapital i alt	49.319	51%	16.440	24%
<i>Langfristede gældsforpligtelser</i>				
Leasing forpligtelser	9.227	48,8%	10.139	55,6%
Finansielle forpligtelser	6.464	34,2%	2.832	15,5%
Pensioner og lignende	1.494	7,9%	3.051	16,7%
Hensættelser	1.282	6,8%	319	1,7%
Udskudte skatteforpligtelser	455	2,4%	425	2,3%
Andre langfristede forpligtelser			1.458	8,0%
	18.922	100%	18.224	100%
Samlede langfristede gældsforpligtelser	18.922	19%	18.224	26%
<i>Kortfristede gældsforpligtelser</i>				
Leasing forpligtelser	3.385	11,5%	3.611	10,3%
Finansielle forpligtelser	1.520	5,2%	85	0,2%
Leverandørgæld	9.783	33,4%	13.381	38,3%
Igangværende arbejder (services og lagre)	5.330	18,2%	524	1,5%
Hensættelser	1.157	3,9%	566	1,6%
Anden gæld	7.201	24,6%	7.108	20,4%
Selskabsskat	940	3,2%	1.197	3,4%
Periodeafgrænsningsposter			8.425	24,1%
	29.316	100%	34.897	100%
Samlede kortfristede gældsforpligtelser	29.316	30%	34.897	50%
Passiver i alt	97.557	100%	69.561	100%

Bilag 3: Budgetteret resultatopgørelse

Resultatopgørelse										
DKK. Mio.	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Omsætning	115.602	108.040	102.407	97.069	94.701	94.701	79.053	74.901	67.747	50.869
Direkte omkostninger	- 94.811	- 86.983	- 80.726	- 74.920	- 70.947	-70.947	-61.564	-58.296	-51.909	-39.668
Øvrige omkostninger	- 3.358	- 3.292	- 3.228	- 3.164	- 3.133	-3.133	-3.036	-3.110	-3.307	-2.149
Personaleomkostninger	- 11.071	- 10.854	- 10.641	- 10.432	- 10.329	-10.329	-8.241	-7.831	-8.281	-5.477
Amortisering og afskrivninger	- 2.942	- 2.913	- 2.884	- 2.855	- 2.827	-3.638	-762	-786	-775	-525
Omkostninger til særlige poster	-	-	-	-	-400	-800	-	-525	-1.002	-58
Finansielle indtægter	*	*	*	*	*	131	130	94	222	47
Finansielle omkostninger	-430	-430	-430	-430	-430	-989	-379	-650	-406	-350
Resultat før skat	2.991	3.568	4.498	5.267	6.635	4.996	5.201	3.797	2.289	2.689
Skat af årets resultat	- 718	- 856	- 1.079	- 1.264	- 1.592	-1.290	-1.213	-785	-611	-631
Årets resultat	2.273	2.712	3.419	4.003	5.043	3.706	3.988	3.012	1.678	2.058

* som beskrevet i afsnit 4.3 omkring finansielle poster anvendes den gennemsnitlige som er noteret under finansielle omkostninger

Bilag 4: Budgetteret balance

Balance										
Mio. DKK	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Aktiver:										
Langfristede aktiver										
Immaterielle aktiver	54.099	53.563	53.033	52.508	51.988	51.988	16.742	16.573	17.247	8.996
Brugsrets aktiver	12.145	12.025	11.906	11.788	11.671	11.671	193			
Materielle aktiver	3.145	3.114	3.083	3.052	3.022	3.022	2.297	2.431	3.334	3.568
Andre tilgodehavender	514	509	504	499	494	494	291	257	317	119
Udskudte skatteaktiver	2.252	2.230	2.207	2.186	2.164	2.164	851	965	1.031	515
Samlede langfristede aktiver	72.154	71.440	70.733	70.032	69.339	69.339	20.374	20.226	21.929	13.198
Kortfristede aktiver										
Tilgodehavender fra salg	22.269	20.337	19.277	18.272	18.252	18.252	13.252	12.557	12.338	7.799
Igangværende arbejder (services og lagre)	3.726	3.403	3.226	3.057	3.054	3.054	1.554	1.762	2.026	588
Varebeholdning	1.615	1.475	1.398	1.325	1.324	1.324	718			
Andre tilgodehavender	4.161	3.800	3.602	3.414	3.410	3.410	1.662	1.778	1.850	1.232
Likvider og likvide reserver	1.696	1.696	1.696	1.804	1.920	2.043	1.158	1.348	1.714	4.908
Aktiver bestemt for salg	165	150	143	135	135	135	94	717	510	
Samlede kortfristede aktiver	33.632	30.861	29.341	28.008	28.095	28.218	18.438	18.162	18.438	14.527
Aktiver i alt	105.786	102.301	100.073	98.040	97.434	97.557	38.812	38.388	40.367	27.725
Passiver:										
Egenkapital										
Aktiekapital	235	235	235	235	235	235	188	190	190	192
Reserver	49.195	49.195	49.195	49.195	49.195	49.195	14.373	14.645	13.226	11.617
Aktionærernes andel af Egenkapital	49.430	49.430	49.430	49.430	49.430	49.430	14.561	14.835	13.416	11.809
Minoritets interesser	- 111	- 111	- 111	- 111	- 111	- 111	- 29	- 26	- 38	32
Egenkapital i alt	49.319	49.319	49.319	49.319	49.319	49.319	14.532	14.809	13.378	11.841
Langfristede gældsforpligtelser										
Leasing forpligtelser	10.620	10.171	9.766	9.468	9.227	9.227	132			
Finansielle forpligtelser	7.137	6.929	6.727	6.531	6.341	6.464	6.461	6.491	8.725	4.309
Pensioner og lignende	1.823	1.665	1.578	1.496	1.494	1.494	915	1.124	1.488	1.226
Hensættelser	1.282	1.282	1.282	1.282	1.282	1.282	627	706	736	360
Udskudte skatteforpligtelser	555	507	481	456	455	455	188	82	287	321
Samlede langfristede gældsforpligtelser	21.417	20.554	19.834	19.232	18.799	18.922	8.323	8.403	11.236	6.216
Kortfristede gældsforpligtelser										
Leasing forpligtelser	3.810	3.699	3.591	3.487	3.385	3.385	60			
Finansielle forpligtelser	1.711	1.661	1.613	1.566	1.520	1.520	485	495	1.358	313
Leverandørgæld	11.936	10.901	10.332	9.794	9.783	9.783	7.646	7.477	7.010	4.997
Igangværende arbejder (services og lagre)	6.503	5.939	5.629	5.336	5.330	5.330	2.813	2.539	2.435	1.451
Hensættelser	1.157	1.157	1.157	1.157	1.157	1.157	412	383	462	270
Anden gæld	8.786	8.024	7.605	7.209	7.201	7.201	4.087	3.953	3.879	2.347
Selskabsskat	1.147	1.047	993	941	940	940	454	329	609	290
Samlede kortfristede gældsforpligtelser	35.050	32.428	30.921	29.489	29.316	29.316	15.957	15.176	15.753	9.668
Passiver i alt	105.786	102.301	100.074	98.040	97.434	97.557	38.812	38.388	40.367	27.725