



Værdiansættelse og strategisk analyse af DSV

Aalborg Universitet – HD-R Hovedopgave

10. december 2024

Forfatter: David Langkilde Møller

Vejleder: Jens Henrik Riis Andersen

”Det erklæres herved på tro og love, at undertegnede egenhændigt og selvstændigt har udformet denne rapport. Alle citater i teksten er markeret som sådanne og rapporten er væsentlige dele af den, har ikke tidligere være fremlagt i anden bedømmelsessammenhæng.”

Abstract

This thesis aims to make a theoretical value of DSV A/S and compare it with the stock price.

DSV is an old company from 1979, it was founded in Denmark by ten individual hauliers. The company have sought to become one of the leading companies in transport and logistics. They have succeeded with that, by using an acquisition strategy, where they have bought subcontractors and competitors. Today they are between 3 of the biggest companies in transport and logistics, they are set to become the biggest when the acquisition of DB Schenker is finalized in 2025.

The basis for this valuation lies in a thorough strategic analysis of the internal and external factors shaping DSV's market position. Porter's Generic Strategies and Porter's Service Value Chain Analysis and completed by a VRIO analysis of competitive advantage is the basis for the analysis of internal factors. Through the analyses we have identified DSV's asset light business model. This model makes DSV adaptable and is the primary value driver. This model allows the company to focus on innovation and customized service delivery while avoiding financial commitments to heavy assets. This flexibility has supported DSV's impressive growth trajectory. Consequently, the thesis suggests that DSV should sustain its growth strategy through targeted acquisitions.

PESTEL and Porter's Five Forces is the basis for the analysis of external factors. The analysis indicates that the industry is significantly influenced by socioeconomic factors, market trends, and regulatory frameworks. Sustainability plays a pivotal role, encompassing legal requirements, fees, and customer expectations, all of which compel companies to enhance their operations and offerings. To address these demands, DSV relies heavily on advancements in technology and the integration of more environmentally friendly transport solutions.

A five-year budget has been developed based on the strategic analysis. This budget, along with the WACC, has been utilized to perform the valuation using the DCF model.

1.553,94 DKK is the theoretical share value. The market share value the 06.12.2024 is 1.524 DKK, that's a difference of 29,94 DKK, that's a difference on around 2%. That means the market share value is underrated if we compare it with the theoretical share value.

Contents

1 Indledning	6
1.1 Problemstilling.....	6
1.2 Problemformulering.....	6
1.3 Afgrænsning.....	7
1.4 Videnskabsteori.....	7
1.5 Metode	9
1.5.1 Metodevalget (variabler).....	9
1.5.2 Dataindsamlings teknikker og undersøgelsesdesign.....	9
1.5.3 Metodekritik.....	10
2 Virksomhedsbeskrivelse.....	10
3 Strategisk analyse.....	11
3.1 Ekstern analyse:	12
3.1.1 PESTEL-analyse	12
3.1.1.1 P – Politisk:	12
3.1.1.2 E – Økonomisk:	14
3.1.1.3 S – Social:	14
3.1.1.4 T – Teknologiske:.....	15
3.1.1.5 E – Miljømæssige:	16
3.1.1.6 L – Lovgivning:	17
3.1.1.7 Konklusion på PESTEL-analyse:	18
3.1.2 Porter's five forces	19
3.1.2.1 Truslen fra nye indtrængere:	19
3.1.2.2 Købernes forhandlingsstyrke:	20
3.1.2.3 Truslen fra substituerende produkter:	21
3.1.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke:.....	21
3.1.2.6 Konklusion på Porter's five forces:	22
3.1.2.5 Konkurrencesituationen:	22
3.1.3 Konklusion på eksterne analyser	23
3.2 Intern analyse:	23
3.2.1 Værdikædeanalyse	23
3.2.2 Vækst- og konkurrencestrategier	31
3.2.3 Ressource-Based View (RBV).....	32
3.2.4 VRIO.....	33
3.2.5 Konklusion på interne analyser.....	35

3.3 SWOT:	35
3.4 TOWS:	38
3.5 Konklusion på strategisk analyse:.....	39
4 Regnskabsanalyse	40
4.1 Reformulering	42
4.1.1 Balance.....	42
4.1.2 Resultatopgørelse	42
4.2 Dupont - Analyse af nøgletal	43
4.2.1 Niveau 1 – Fordeling af driftsaktivitet, finansieringsaktivitet og den finansielle gearing.....	43
4.2.2 Niveau 2 – ROIC dekomponeres	44
4.2.3 Niveau 3 – Overskudsgrad og omsætningshastighed analyseres.....	45
4.3 Common-size analyse	47
4.4 Konklusion på regnskabsanalyse	48
5 Budgettering.....	49
6 Værdiansættelse	50
6.1 WACC	50
6.1.1 Kapitalstruktur	50
6.1.2 Afkastkrav fra ejerne.....	50
6.1.3 Lånerenten.....	51
6.1.4 WACC	52
6.2 DCF-modellen.....	52
7 Følsomhedsanalyse	53
8 Konklusion.....	54
9 Perspektivering	56
10 Kildefortegnelse	57

Bilagsoversigt

Bilag 1: Kursudvikling

Bilag 2: Resultatopgørelse

Bilag 3: Balancen

Bilag 4: Balancen – Reformuleret

Bilag 5: Resultatopgørelsen - Reformuleret

Bilag 6: Budgettering

Bilag 7: Egenkapitalandel og netto finansielle forpligtelser andel

Bilag 8: Statsobligation 10-årig

Bilag 9: Regressionsanalyse over 5 år

Bilag 10: Regressionsanalyse over 3 år

Bilag 11: Beta benchmark

Bilag 12: Global markedsrisiko

Bilag 13: DCF-modellen

Bilag 14: DSV-børskurs 06-12-2024

Bilag 15: DCF-modellen worst case

Bilag 16: DCF-modellen best case

Tabeller:

Tabel 1.4: Paradigmer

Tabel 3.2.3: RBV

Tabel 3.2.4: VRIO

Tabel 3.3: SWOT

Tabel 3.4: TOWS

Tabel 4.2.1: Niveau 1 – Fordeling af ROE

Tabel 4.2.2: Niveau 2 – Fordeling af ROIC

Tabel 4.2.3: Niveau 3 – Fordeling af OG

Tabel 4.2.3 (1): Niveau 3 – Fordeling af AOH

Tabel 4.3: Common-size analyse

Tabel 7: Ændring i salgsvækstraten og terminalværdien

Tabel 7 (1): Ændring i WACC

Figurer:

Figur 1.5.2: Opgavens struktur

Figur 3.2.1: Kulturdimensioner – Hofstede

Figur 3.2.1 (1): Facebook, LinkedIn og Instagram konto

1 Indledning

Førhen var det essentielt, at vi selv kunne producere de vigtigste råvarer og lignende i de enkelte områder. Over tid har udviklingen gjort det relativt nemt at transportere varer på tværs af hele verden. I dag sker transporten både via veje, jernbaner, skibe og fly, hvilket har gjort det markant lettere og hurtigere at flytte råvarer og færdigvarer globalt.

DSV, en forkortelse for **De Sammensluttede Vognmænd**, nærmer sig sit 50-års jubilæum. Under overskriften "Rejsen fra dansk transportfirma til globalt speditionsselskab", fortæller DSV selv deres imponerende vækstrejse. Selskabet blev grundlagt i 1976 af Leif Tullberg og 9 uafhængige lastbilsfirmaer. I dag er man ikke længere blot et vognmandsselskab, men en af de førende speditørvirksomheder på verdensplan. Selskabet er organiseret i tre divisioner: DSV Road, DSV Air & Sea og DSV Solutions. Disse divisioner arbejder tæt sammen for at levere skræddersyede logistikydelser til kunder verden over, hvilket cementerer DSV's position som en global aktør inden for logistik og transport.

På den danske børs er DSV noteret og er blandt de 25 mest handlede selskaber, hvilket gør dem til en del af C25-indekset. Aktiekursen har oplevet betydelige udsving over de seneste fem år. Det laveste punkt blev nået i marts 2020 med en kurs på 464,12 kr., mens kursen blot 18 måneder senere, i september 2021, nåede sit højeste niveau på 1.652,00 kr. (Bilag 1)

Hvad er DSV værd? Værdiansættelse af et selskab som DSV kræver en vurdering af mange faktorer, både interne og eksterne. Da disse faktorer er dynamiske og ofte skønsmæssige, vil enhver værdiansættelse indeholde en grad af usikkerhed. Formålet med denne opgave er at beregne en teoretisk børskurs pr. 06.12.2024 ved at analysere og integrere både interne og eksterne forhold.

1.1 Problemstilling

Når man som almindelige investorer skal vurdere om aktiekursen er under- eller overvurderet samt hvornår det bedste tidspunkt for handlen er, kan man nemt være udfordret. Derfor har jeg udarbejdet denne opgave, hvis formål er at lave en strategisk analyse der forholder sig til de interne og eksterne faktorer som påvirker aktiekursen. For at kunne besvare dette, vil jeg besvare nedenstående problemformulering.

1.2 Problemformulering

Hvad er DSV's estimerede værdi baseret på en teoretisk værdiansættelse og afspejler den nuværende børsværdi denne teoretiske værdi?

For at kunne besvare opgavens overordnede spørgsmål, vil opgaven afdække disse underspørgsmål.

1. Hvilke interne og eksterne forhold, herunder makroøkonomiske faktorer og branchetrende påvirker DSV's strategiske placering på markedet og konkurrencesituation?
2. Hvilke muligheder har DSV for at foretage strategiske handlinger og investering der kan styrke deres konkurrenceevne og udnytte vækstmulighederne i det nuværende forretningsmiljø.
3. Hvordan er DSV's finansielle situation, og beregn vha. budgettering den teoretiske værdi, og hvordan kan denne værdi sammenlignes med den reelle børsværdi

1.3 Afgrænsning

Opgaven omhandler DSV A/S som er en dansk virksomhed, der operer i hele verden, hvorfor jeg inddrager eksterne forhold set med et dansk perspektiv men også et udenlandsk perspektiv. I forbindelse med min analyse af de eksterne forhold, må jeg gøre opmærksom på at listen af forhold ikke er udtømmende. De forhold der nævnes vurderes at være relevante i de ca. 80 lande, hvor DSV på nuværende tidspunkt har aktiviteter. Det antages, at de interne processer på tværs af lande er ens på et overordnet niveau.

I forbindelse med de foretagne beregninger og tilhørende forudsætninger er analysen baseret på DSV A/S på koncernniveau. Dette skyldes, at det er på dette niveau, investorer kan købe aktier. Derfor foretages der ikke beregninger for de underliggende selskaber.

Der vil på konkurrenternes årsrapporter ikke blive foretaget reformulering i denne opgave af hensynet til omfanget af dette. Derudover er der ikke foretaget reformulering af egenkapitalopgørelsen og pengestrømsopgørelsen i opgave, da dette ikke er vurderet relevant.

1.4 Videnskabsteori

Dette afsnit vil behandle det videnskabsteoretiske ståsted og samtidig forklare begrundelsen for valget af dette ståsted. Opgavens opbygning påvirkes i høj grad af det videnskabsteoretisk ståsted man vælger for opgaven, formålet med opgaven påvirker valget af det videnskabsteoretisk ståsted. Det vurderes at være væsentligt for opgaven at starte med at få fastlagt hvordan verdenen opfattes. Vi opfatter verden på forskellige måder, og derfor eksisterer der også forskellige videnskabelige paradigmer. Her har jeg valgt at gå med teorien om videnskabelige paradigmer af E.G. Gubas, der definere et paradigme: *"et basalt sæt af*

værdier som styrer vores handlinger – både hverdagshandlinger og handlinger forbundet med disciplinerede undersøgelser” (Voxted, 2021).

Den teoretiske børsværdi af DSV A/S, er opgavens hovedformål at beregne. Dette ved at inddrage interne og eksterne forhold, historiske data og fremtidens forventninger. Ønsket med opgaven er altså at komme så tæt på den teoretiske sandhed, som det er muligt, for at komme herhen bruges systematiske analyser. Markedskræfterne der styrer børsmarkedet, er dog ikke mulige at sætte 100% i rammer og formler. Ved værdiansættelse af et selskab, vil der være subjektive vurderinger som påvirker udfaldet af værdiansættelsen, det skyldes at der kan være forskellige holdninger og meninger til om det resultat virksomheden leverer er tilfredsstillende samt hvad man kan forvente at selskabet i fremtiden. Hvorfor man ikke kan lave en opgave som denne på et fuldstændigt objektivt niveau, da den påvirkes af værdier og holdninger. Hvorfor jeg mener der er tal om modificeret objektivitet, da vi naturligt bliver påvirket af udefra kommende faktorer, men også af følelser.

Herunder har jeg udarbejdet en tabel over E.G. Gubas paradigmer:

Tabel 1.4 – Paradigmer:

	Ontologi	Epistemologi	Metodologi
Positivism	<i>Realistisk</i>	<i>Objektiv</i>	<i>Eksperimental manipulerende</i>
Neo-positivism	<i>Begrænset</i>	<i>Modificeret objektiv</i>	<i>Modificeret eksperimentel</i>
Kritisk teori	<i>Begrænset relativistisk</i>	<i>Subjektiv</i>	<i>Dialogisk transformerende</i>
Konstruktivism	<i>Relativistisk</i>	<i>Subjektiv</i>	<i>Kompleks</i>

Kilde: Egen udviklet på baggrund af (Voxted, 2021)

Tabellen ovenfor, viser god sammenhæng mellem neo-positivism og det før omtalte formål for opgaven. Hvis vi starter med ontologi, hvor jeg mener at begrænset ontologi er retvisende, det skyldes at vi erkender at teoretiske børsværdi vil komme tæt på sandheden, men man ikke kan komme udenom de ukendte faktorer og det frie marked på børsen, hvor der både kan opstå optimisme, frugt samt mange andre følelser, som man ikke kan indregne i en teoretisk børsværdi. Hvorfor der vil være en forskel. En teoretisk beregning vil også være et nutidsbillede, værdien vil hele tiden være i udvikling og derfor svinge hele tiden. Herefter ser vi epistemologi, hvor jeg mener at modificeret objektiv er retvisende, det skyldes alle de

faktorer som påvirker den teoretiske børsværdi, heriblandt specielt de eksterne faktorer, hvor nogle af faktorerne vil kunne tolkes forskelligt. De primære forhold inddrages og vi vil med dette forsøge at komme tættest muligt på sandheden. Til sidst vil vi se på metodologi, hvor jeg mener at opgaven er eksperimental og perspektiverende, hvor der inddrages forskellige faktorer og vurderes herpå.

1.5 Metode

I dette afsnit vil den metodiske fremgangsmåde blive belyst, samt begrundelse af de anvendte metoder. I valget af metode er der taget udgangspunkt i paradigmet – neo-positivisme.

Derudover er metodevalget taget på baggrund af hvilket data og hvilke informationer der har været mulige at indhente, for på bedst mulig vis at kunne besvare problemformuleringen.

1.5.1 Metodevalget (variabler)

I forbindelse med valget af metode er der variabler, som påvirker valget af metode. Herunder er de relevante fra- og tilvalg nævnt.

I afsnittet om videnskabsteori, er der for opgaven valgt et videnskabsteoretisk ståsted, som har indflydelse på metodevalget. Med valget forsøger vi at søge den overordnede ”sandhed” og ikke enkeltstående personers vurdering af værdien. Derfor er der også valgt at holde et større fokus på eksterne analyser af samfundet, fremfor dybdegående interviews. Samtidig bliver opgaven også begrænset af de offentlige tilgængelige oplysninger, de fleste oplysninger finder vi i årsrapporter, kvartalsregnskaber eller halvårsregnskaber, men det er ikke alle oplysninger der medtages heri. Som investor har man ligeledes kun adgang til DSV’s offentlige regnskaber, da man heller ikke har adgang til DSV’s primære data. Jeg vurderer, at der er sammenhæng mellem den teoretiske værdiansættelse, da den er baseret på de samme forudsætninger, som en almindelig investor på markedet har adgang til. Den faktuelle værdiansættelse påvirkes ligeledes af de samme forudsætninger.

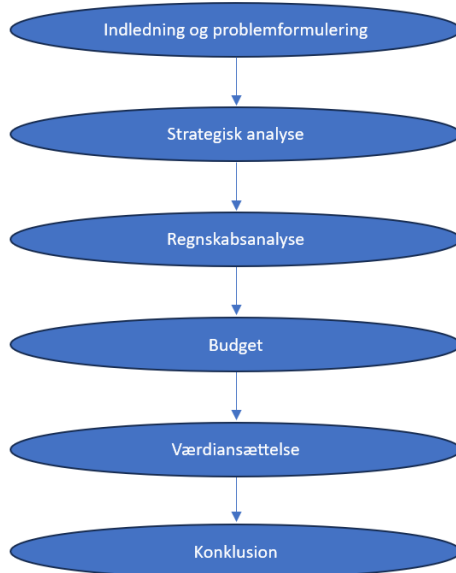
1.5.2 Dataindsamlingsteknikker og undersøgelsesdesign

Værdiansættelse vil primært basere sig på forventninger og tendenser fra kvantitative data, da markedets udvikling ikke kan forudsiges med nøjagtige kvalitative data. For at besvare problemformuleringen vil der naturligvis blive indsamlet forskellige datatyper. I denne opgave fokuseres der udelukkende på sekundære data, da det, som nævnt tidligere, ikke er muligt at finde relevante primære data, der vil tilføre yderligere værdi i forhold til formålet. De sekundære data, der anvendes, omfatter virksomhedens offentliggjorte regnskaber samt

artikler, statistikker og kvalitative undersøgelser vedrørende den forventede markedsudvikling.

Følgende struktur er anvendt til beregningen af den teoretiske værdi af DSV:

Figur 1.5.2 – Opgavens struktur



Kilde: Egen udviklet

I det første kapitel er der skrevet en indledning til opgaven, problemstillingen er beskrevet og dette er gjort til en konkret problemformulering. I de efterfølgende 2 kapitler er der gennemført grundige analyser for at indsamle den nødvendige information og baggrundsviden om kernekompetencer samt historiske resultater og strategier. Disse analyser danner grundlag for det næste kapitel – budget. Budgetteringen er essentiel for at kunne lave det næste kapitel, selve værdiansættelsen. Til sidst kommer det sidste kapitel som er konklusionen på problemformuleringen.

1.5.3 Metodekritik

Der er i opgaven valgt en metode til at beregne værdiansættelsen. For opgaven kunne det have været relevant at vælge flere modeller, for at få forskellige resultater, som man kunne have sammenlignet og derved også minimere risikoen for eventuelle fejlregninger.

2 Virksomhedsbeskrivelse

DSV A/S er et dansk selskab. Selskabet blev allerede efter 11 år noteret på Københavns Fondsbørs i Danmark i 1987. (DSV1, n.d.) I dag er aktien en del af det danske C25 indeks, som består af de 25 mest handlede aktier på den danske børs. (Nordea, n.d.) De eneste registrerede ejere af DSV A/S er Ernst Göhner Stiftung og Agility Public Warehousing

Company K.S.C.P., som begge ejer mellem 5,00-9,99%. Det betyder også der ikke er andre ejere, der ejer mere end 5% af selskabet. (CVR1, n.d.)

DSV opererer på det globale marked som transport- og logistikvirksomhed, hvor man leverer innovative og skræddersyede logistikløsninger til kunder og samarbejdspartnere. I 1976, da selskabet blev stiftet, handlede det om transport med lastbiler, i dag er selskabet vokset til meget mere og tilbyder transport fra vand til land over luften samt komplette logistikløsninger med distribution, lagerstyring og supply chain management. For at kunne levere denne service har DSV opbygget et omfattende netværk, hvor man blandt andet har logistikcentre, terminaler og kontorer, som er med til at sikre kunder og samarbejdspartnere adgang til store dele af den globale verden, samtidig med man har ekspertise lokalt og mulighed for at give personlig service. I dag har DSV mere end 1.600 kontorer og logistikfaciliteter placeret i mere end 80 lande. (DSV2, n.d.) DSV præsenterer opkøbet af selskabet DB Schenker i september 2024 for 107 milliarder kroner, dette gør at selskabet vil befinde sig i 90 lande med mere end 147.000 ansatte. (Porsmose, 2024)

DSV er i dag delt i 3 divisioner, DSV Road, DSV Air & Sea og DSV Solutions. DSV Road står for vejtransport og er blandt de førende aktører i Europa, i Nordamerika og Afrika har man også et stærkt distributionsnetværk. Der er dagligt mere end 20.000 lastbiler der er med til at transportere gods rundt i verden. På årsbasis håndteres mere end 30 millioner forsendelser. DSV Air & Sea står for den alternative ruteplanlægning, altså med søtransport og flytransport, som benyttes til de mest krævende logistikkrav. Der håndteres årligt 2,6 millioner skibscontainere og 1,7 millioner ton luftfragt. DSV Solutions står for at levere samt designe logistikløsninger til de enkelte virksomheder. Der drives flere hundrede logistikfaciliteter, som løber op i 6 millioner kvadratmeter. DSV Solutions har ansvaret for at have fokus på optimering af driften, effektiviserer processer, samtidig med de skal have fokus på omkostningsoptimering. (DSV2, n.d.)

3 Strategisk analyse

Herunder følger en strategisk analyse der belyser det makroøkonomiske faktorer samt branchetrends som påvirker DSV både konkurrenceposition og strategiske placering i markedet. Det primære fokus i analysen bliver de forhold som vurderes til at påvirker DSV og den resterende del af branchen, dette både ved brug af eksterne og interne analyser. Formålet med den strategiske analyse er at den fremtidige rentabilitet og værdi for selskabet kan vurderes med afsat i den forventede udvikling, samt de historiske tal.

3.1 Ekstern analyse:

Formålet med dette afsnit er at identificere og analysere de eksterne faktorer der påvirker DSV og hele branchen. Transport- og logistikbranchen som DSV befinder sig som en del af, har både små lokale og store internationale konkurrenter, som spænder over mange lande. DSV er en af de største aktører på markedet, sammen med de største konkurrenter som Kuehne + Nagel, DHL Logistics, Maersk Logistics og UPS Supply Chain Solutions, tidligere på året ville man også have nævnt DB Schenker, som DSV opkøbte i september 2024. Markedet domineres af en række store aktører, hvor de ca. 20 største aktører udgør 30-40% af markedets andelen, den resterende del af markedet udgøres af mindre aktører og selvstændige vognmænd. Det er et marked der er relativt homogent, da det er svært at differentiere sig.

3.1.1 PESTEL-analyse

I en PESTEL-analyse kommer man omkring følgende faktorer: politisk, økonomisk, social, teknologisk, miljømæssig og lovgivning. Denne analyse er altså til for at analysere flere af de makroøkonomiske forhold som påvirker DSV samt den branche de befinder sig i.

3.1.1.1 P – Politisk:

Når man som DSV er til stede i mere end 80 lande og ved opkøbet i september 90 lande, er man underlagt en del forskellige politiske miljøer. Det betyder også at politiske ændringer såsom nye regeringer, politisk ustabilitet, ændringer i handelsregler mv. i et eller flere lande hvori DSV er til stede, kan påvirke DSV betydeligt. Som branche er det specielt handels-, miljø- og arbejdsmarkedspolitikker der påvirker.

Handelspolitikker er afgørende for branchen, da den frie handel på tværs af grænser er afgørende for den globale handel. Det betyder også at restriktioner mod enkelte eller få nationer/områder, ændringer i landes generelle handelspolitikker og ændringer mellem 2 landes fælles handelspolitikker, alt efter omfanget kan påvirke branchen betydeligt. I øjeblikket ser vi at mange lande har restriktioner mod Rusland og Hviderusland. Det kommer som reaktion på Ruslands invasion af Ukraine i 2022. Det gør at der generelt eksporteres færre varer til Rusland og Hviderusland efter invasion. I DSV tog man hurtigt konsekvensen af invasion, hvor man valgte at stoppe al transport mv. til og fra Rusland og Hviderusland. (DSV4, 2022) Hvilket ligeledes er bemærket i seneste årsregnskab fra 2023, hvor det konstateres at der er et stort pres på priserne og handelsstrømmene som følge af bl.a. sanktioner mod Rusland. (DSV5, 2024)

Miljøpolitikker er afgørende for branchen da man agerer på et globalt marked, og branchen afhænger af transport af materiale og færdigvarer. Branchen påvirkes også af kundernes krav, hvorfor man skal kunne opretholde det image som man sætter udadtil. Selve den lovgivningsmæssige betydning, vil blive uddybet i punktet lovgivning, sidst i PESTEL-analysen. Der kan gøres forskellige ting for at leve op til miljøpolitikkerne, der kan investeres i miljøvenlige alternativer, som giver en reduktion i CO2 udledningen. Selskaberne kan også hente noget, ved at stille krav til underleverandører og samarbejdspartnere, ved indgåelse af nye samt for at bibeholde eksisterende, om at de skal opretholde visse miljømæssige krav. Der er muligheder for at indgår partnerskaber med virksomheder der kan være med til at udvikle de mere miljørigtige alternativer, for forsat at være konkurrencedygtige. Det er dog ikke gratis, de miljørigtige valg er oftest et mere omkostningstung valg på kort sigt. På lang sigt er det dog en nødvendighed at holde sig konkurrencedygtig indenfor bæredygtighed.

Udover de mere konkrete politikker, betyder (u)stabiliteten af den geopolitiske situation også meget for branchen. Som nævnt ovenfor, er der på nuværende tidspunkt sanktioner mod Rusland og Hviderusland, som påvirker branchen og deres aktører. Men det er ikke den eneste konflikt der er på nuværende tidspunkt, her kan bl.a. konflikten mellem Hamas og Israel nævnes – hvilket har givet angreb i Det Røde hav på fragtskibe, hvilket gør at adgangen til Suezkanalen er blevet forstyrret. (Holmstad, 2024) Dette har betyder at man i branchen har skulle være omstillingsparate ved at have alternative ruter klar eller hurtigt kunne lave nogle, samt have alternative transportformer i spil. Suezkanalen er altafgørende for den globale handel og blandt de vigtigste handelsveje – da den med sin placering er med til at skabe en genvej mellem Europa og Asien. Suezkanalen giver dermed både kortere/hurtigere transportmuligheder til vands og en mulighed for at reducere transportomkostningerne ved ikke at skulle hele vejen syd om Afrika. Rundt om Afrika har man også gennem tiderne oplevet angreb på fragtskibe. Angreb som dem vi har set i Det Røde hav, er med til at give en skrøbelig forsyningskæde for branchen – da der både er et sikkerheds- og økonomiskperspektiv.

En af de vigtigste elementer af EU, er handelssamarbejdet og den frie bevægelighed. Hvorfor EU-politikken også er vigtig, specielt for de europæiske aktører. I EU arbejder man hele tiden for at skabe bedre forhold og muligheder. Det gøres bl.a. ved optimering af traditionel infrastruktur, digitalisering, specielt med internt perspektiv men også som samlet front mod andre internationale aktører. (European Commission, n.d.)

3.1.1.2 E – Økonomisk:

Samfundsøkonomien samt de makroøkonomiske tendenser påvirkes af de økonomiske faktorer. Hvordan branchen kan præstere, er i høj grad bundet op omkring de økonomiske forhold, da dette er tæt knyttet til verdenshandlen. Inflation, valutakurser og rentesatser er nogle af de faktorer som kan have væsentlig indflydelse på branchen og de enkelte selskabers rentabilitet og vækst.

Et af de forhold der senest har påvirket de økonomiske forhold i branchen, var Covid-19 og eftervirkningerne heraf. Under og efter pandemien oplevede branchen store udsving i begge retninger. Generelt var verdenshandlen påvirket af pandemien, hvilket var med til at skabe stor usikkerhed på grund af uforudsigelighed. Mange selskaber var udfordret i deres værdikæde, bl.a. i form af udfordringer med produktionen, levering af rå- og færdigvarer samt fragt af færdigvare ud til kunderne. Dette krævede at selskaberne hurtigt skulle være klar med fleksible. Her var vinderne internt i branchen de virksomheder der ligesom DSV var hurtige til at tilpasse sig og kunne tilbyde sine kunder og eventuelle nye kunder de bedste løsninger. Efter genåbningen var der store udfordringer med flaskehalse som lagde et markant pres på transportbranchen. For aktørerne i branchen var genåbningen nøglen til betydelige vækstrater i både 2021 og 2022. I den tid var der stigende oliepriser, energikrise samt stor efterspørgsel på verdensmarkedet som betød en markant stigning på fragtpriserne, samtidig med at aktørerne formåede at holde omkostningerne nede og dermed drage fordel af de høje fragtpriser.

En analyse fra april 2024, viser at verdenshandlen forventes at stige igen, efter et fald på 1,2% i 2023. Hvilket i høj grad ses som udtryk for normalisering efter et usædvanligt højt niveau i 2022. Analysen forventer en stigning på 2,6% i 2024 og 3,3% i 2025. (WTO, 2024) Denne vækst og økonomiske situation på det globale marked, har stor indflydelse på aktører i branchen.

3.1.1.3 S – Social:

Som nævnt opererer DSV på mange forskellige markeder, hvilket ses i deres tilstedeværelse i 80-90 lande. De sociale og kulturelle faktorer i disse lande påvirker alle DSV. Sker der ændringer i de kulturelle normer, forbrugernes præferencer eller deres livsstil, er dette med til at påvirker branchen.

Generelt bliver markederne påvirket af diverse trends og forbrugernes samt mellemforhandlernes forventninger og krav. Samfundets forventninger til fremtiden, er i høj

grad med til at påvirke de megatrends vi ser i dag, og dem vi kan forvente de kommende år, som kommer til at påvirker markedet. En af de megatrends der er i øjeblikket og som forventes at fylde de kommende år er klima-ansvarlighed i fremtidens transport. (Sydinvest, 2024) Global transport har en mærkbar indvirkning på miljøet, og CO₂-udledningen fra branchen fylder meget i klodens samlede forbrug. Det er den enkelte forbruger bevist om, hvilket resulterer i kundekrav, de kan være svære at leve op til, uden at investere store summer i at være blandt de førende indenfor miljøvenlige alternativer.

Arbejdskultur og behovet for arbejdskraft samt udviklingen af disse påvirker også branchen. Branchen oplever specielt denne udvikling ved at der er stor mangel på chauffører. I Europa er der mangel på mere end 233.000 lastbilchauffører og 105.000 buschauffører og på verdensplan er der mere end 3 mio. ledige stillinger. Manglen af chauffører bunder i flere forskellige faktorer. Der er høje krav til kvalifikationer hos chaufførerne, så man kan ikke bare fra den ene til den anden dag, kan skifte til denne branche og kører lastbil fra dag 1. Det er også et udfordrende arbejdsmiljø, hvor det kan være svært at finde en sund work-life balance. Dette har man blandt andet i Europa forsøgt at forbedre, ved at man i EU har indført en række regler vedrørende køre/hviletider. Disse regler har dog ikke udelukkende haft positive konsekvenser, da det har været med til at øge transporttiden, set fra branchen dermed også er med til at øge omkostninger til drift og personale. Forbrugerne, både slutforbrugerne og mellemleddene sætter også højere og højere krav til deres leverandører, hvor CSR har et større fokus. Her er et aspekt som arbejdsvilkår væsentligt, så det at man som aktør i branchen kan spille på en god CSR, giver tryghed for kunderne. Dette spiller også godt sammen med de megatrends der er i samfundet. Den demografiske udvikling er også en udfordrende faktor for branchen, da mange af de nuværende chauffører er over 55 år, men der til sammenligning er færre under 25 år, hvilket betyder at der kommer færre nye unge chauffører til at overtage, når de ældre begynder at ramme pensionsalderen. (Danske speditører, 2024)

3.1.1.4 T – Teknologiske:

Den teknologiske udvikling spiller en afgørende rolle for branchen. Ny teknologi og digitale løsninger kan være med til at sikrer mere miljøvenlig transport og effektivitet. Teknologier har både på kort og lang sigt en afgørende rolle for branchens udvikling.

Vedr. teknologi er de 2 nøgleord på nuværende tidspunkt effektivitet og bæredygtig. Selskaberne er interesseret i de løsninger som kræver investeringer, men som giver en

nemmere og billigere løsning, som over tid henter investeringen ind igen ved besparelser i den daglige drift eller ved øget omsætning heraf. I den forbindelse er der efterspørgsel efter kunstig intelligens, dataindsamling, automatisering, eldrevne køretøjer mv. Det vurderes at kunstig intelligens og automatiseringer kan være med til at afhjælpe noget af den manglende arbejdskraft, ved at servicere medarbejderne og effektivisere eksisterende processer.

Autonome køretøjer og robotter i lagerhaller og terminaler, forventes at kunne forbedre automatiseringen. Kunstig intelligens og maskinlæring kan bidrage til korrekt håndtering af data, hvilket kan muliggøre beregninger, der ikke tidligere har været mulige. Dette bør kunne resultere i mere effektiv ruteplanlægning, som kan bidrage til færre ”tomme kørsler” – som ingen værdi skaber. *Internet of Things (IoT)* er en anden teknologi der får en stigende betydning. I transportbranchen forventes at IoT kan være med til at sikre vha. sensordata at man kan omdirigere køretøjer, skibe, toge og fly baseret på vejr, og køretøjer og chaufførers tilgængelighed. Det vil også kunne spille en rolle ift. transport af temperaturfølsomme produkter, så der sendes advarsler, hvis der opleves udsving i temperaturerne. Samtidig er IoT også en afgørende faktor for selvkørende biler og udviklingen heraf. (Dansk Industri, n.d.)

El-lastbiler er allerede på markedet i Danmark og flere andre lande, i Danmark var 6,3% af nysalg af lastbiler i Danmark el-lastbiler – hvilket var fire gange højere end fremskrivningen fra Energistyrelsen. (Rådet for grøn omstilling, 2024) På nuværende tidspunkt er det omkostningstungt at købe en el-lastbil fremfor en almindelig diesellastbil. Men selve driften af el-lastbiler vurderes at være billigere, specielt med de høje priser på diesel. Forventningen er at over de kommende år vil udviklingen vende på prisen for køb af lastbilerne, så el-lastbilerne vil blive billigere end diesellastbilerne. Producenterne forventer i gennemsnit af 50% af deres nysalg i 2030 vil bestå af el-lastbiler. Dog er infrastrukturen på lade-netværket ikke klar til denne omstilling endnu, hvorfor der i samme periode ligger en opgave i at få gjort Danmark klar til at kunne servicere den mængde el-lastbiler. Samtidig er der fra politisk side stor interesse i at få salget af el-lastbiler til at stige, samtidig med fald i købet af diesellastbiler, hvorfor der er indgået ny aftale vedrørende vejafgifter, dette vil jeg komme yderligere ind på under lovgivning.

3.1.1.5 E – Miljømæssige:

Som nævnt tidligere i analysen er der et forsat et voksende fokus på bæredygtighed og miljøet. Hvorfor branchen er påvirket i høj grad af ønsket om en reduktion i CO₂-udledningen, genbrug af materiale, håndtering af affald og bæredygtige logistikløsninger. Bæredygtighed er et vidt begreb, det dækker bl.a. over reduktion i CO₂-udledningen.

Virksomhederne oplever et øget pres vedr. de politiske og sociokulturelle krav. Derfor arbejdes der hele tiden i at regulere processerne, så man på bedst mulig vis lever op til kravene. Det er dog ofte omkostningstungt at regulere de processer specielt på den korte bane. Dog er de teknologiske fremskridt med til at kunne gøre at flere af de investeringer kan være med til at sikre en effektivisering der på den længere bane kan give driftsmæssige besparelser, samtidig med de kan øge bæredygtigheden. Branchen har fokus på hvordan de kan være med til at reducere CO₂-udledning, specielt ved alternativer til de fossile brændstoffer, ved brug af el og brint i stedet. Udviklingen af el og brint drevne, lastbiler, skibe og fly og dog stadig i den tidlige udvikling, hvorfor der på nuværende tidspunkt, er nogle begrænsninger i muligheder for at reducere CO₂-udledningen. Branchen er udfordret af alternative transportformer er begrænset. Derfor er det vigtigt for branchen at have et ekstra fokus på logistik der er bæredygtigt. Det kan bl.a. være noget af det vi kom omkring under teknologi og mere specifikt i forbindelse med IoT, sensordata der kan omdirigere transportmidler baseret på vejr og køretøjer og chaufførers tilgængelighed. Herunder også sikrer at der bliver kørt færrest muligt ”tomme kørsler.” De fleste store aktører i branchen har kontorer, logistikfaciliteter og terminaler rundt i verden – her kan det nævnes at DSV har mere end 1.600 kontorer og logistikfaciliteter. Ved at sørger for at disse lever op til de krav der stilles af omverdenen, kan man på den måde tage del i den bæredygtige omstilling.

Måden branchen håndterer affald på og i hvor høj grad materiale bliver genbrugt er andre vigtige områder hvor branchen, og de enkelte selskaber kan sætte deres miljøaftryk. I forbindelse med godstransport bruges der indpakning og anden beskyttelse oftest produceret af diverse plastikmaterialer, her kan genanvendeligt plastik og håndteringen af afskaffelsen heraf påvirke miljøet. Derfor er det vigtigt at sørger for at forretningsgangene er bæredygtige, effektive og implementeret samt at samarbejdspartnerne ligeledes lever op til dette. At opretholde dette gennem hele værdikæden er ressourcekrævende.

3.1.1.6 L – Lovgivning:

Lovgivningskrav påvirker branchen på mange niveauer. National, regional og international lovgivning. Først og fremmest er der noget selskabsretlig lovgivning som er gældende hvor man har erhvervsmæssig aktivitet. Desuden er nogle af de mest centrale lovgivninger, der påvirker branchen, miljøreguleringer, arbejdslovgivning og sikkerhedskrav.

Formålet med arbejdslovgivning og sikkerhedskrav er at passe på medarbejder og gods. Certificering og uddannelse af chauffører, køre-/hviletider, køretøjernes tekniske tilstand,

sikring af lasten er alle love og regler der skal overholdes i branchen, ellers kan det betyde bøder til den enkelte medarbejder der overtræder reglerne, til selskaberne eller i værste fald at man mister retten til at drive erhverv. EU er et af de steder hvor der er de mest strenge regler vedr. certificering af transport af erhvervsmæssigt gods. ”Greenwashing” er underlagt skærpede regler i EU, der skal sikre, at virksomhederne overholder de oplysninger, de giver om deres bæredygtighedsinitiativer. Dette indebærer, at de skal kunne dokumentere den reelle effekt af deres tiltag på reduktionen af CO₂-udledningen.

Miljøreguleringer får en stadig større betydning for branchen. Manglende overholdelse kan føre til bøder, udelukkelse, negativ omtale som kan resultere i faldende omsætning, specielt set i lyset af sociokulturelle megatrends, hvor bæredygtighed er helt centralt. I Danmark har man vedtaget en ny kilometerbaseret vejafgift for lastbiler, med formålet, at give yderligere incitament for at bruger mere miljørigtige transportformer, såsom el-lastbiler, der har lavere afgifter. De nye regler træder i kraft 1. januar 2025, og bliver løbende herfra indfaset. I 2030 forventes den gennemsnitlige afgiftssats at være 1,3 kr. pr. kilometer. En sådan afgift kommer til både at påvirker virksomhederne i branchen, men også slutbrugerne, der kommer til at betale som minimum en del af denne stigning i fragtomkostningerne. (SKM, 2023) Dansk Industri har dog foretaget en analyse af betydning af denne afgift og priserne på el-lastbiler kontra diesellastbiler. Analysen er foretaget i april 2023, hvorfor den ikke er helt op til dato, men derfor er den stadig interessant. Analysen peger på at afgifterne for kørsel med lastbil stiger med 845% i stigning i kr. på 87.900. På analysens tidspunkt var vurderingen at over levetiden koster en el-lastbil 1 mio. kr. mere i indkøb og vedligeholdelse end en diesellastbil.

3.1.1.7 Konklusion på PESTEL-analyse:

På baggrund af analysen kan det konkluderes at de eksterne faktorer alle i høj grad påvirker markedets aktører.

Den politiske, økonomiske og lovgivningsmæssige faktorer påvirker branchen, lovgivning og den politiske situation i Europa styres primært centralt fra EU. Dog kan de enkelte medlemslande have strengere krav, hvilket skaber variation i lovgivningen på tværs af grænser. Uden for Europa er det i højere grad op til de enkelte lande at fastsætte deres politikker, hvilket kan føre til forskellige lovgivningsmiljøer. Den globale politiske (u)stabilitet, bl.a. påvirket over de senere år af Covid-19 pandemien, Ruslands invasion af Ukraine og konflikten mellem Hamas og Israel, hvilket alle har haft betydelige økonomiske

konsekvenser. For at kunne mindske konsekvenser af den politiske ustabilitet, kræver det at branchen dens aktører er klar til hurtige omstillinger.

De sociokulturelle krav samt de miljømæssige krav hænger i høj grad sammen for branchen, der stilles krav og forventninger for branchen på tværs af kunder, samarbejdspartnere og leverandører. Kravene kommer i forlængelse af CSR og bæredygtighed, selskaber bliver presset til nye standarder. Det er forhold man ikke kommer uden om for at kunne bevare og styrke sin konkurrenceevne, alternativet er at man taber markedsandele. Den teknologiske udvikling er essentiel for at kunne leve op til de nye standarder. Branchen kan ikke bare fra den ene til den anden dag blive bæredygtig, men der arbejdes konstant på mere bæredygtige alternativer for at branchen kan blive mere bæredygtig. Det stiller dog store krav til selskabernes investeringer og ressourcer, med andre ord økonomi, for at kunne omstille sig løbende.

Branchen er stærkt afhængig af teknologi, for hele tiden at kunne optimere sine operationer og forretningsgange. Dette for at skabe forbedrede muligheder for at hæve effektiviteten og mindske omkostningerne. Formår de enkelte selskaber ikke at følge den teknologiske udviklingen, udsætter selskaberne sig selv for en væsentlig risiko.

3.1.2 Porter's five forces

Forholdene i branchen analyseres for at den nuværende konkurrencesituation kan vurderes. Transport- og logistikbranchen som helhed tages der udgangspunkt i. Formålet med analysen er at identificere de væsentligste forhold som påvirker konkurrencesituationen i branchen.

3.1.2.1 Truslen fra nye indtrængere:

Adgangsbarriererne på markedet er afgørende for hvor nemt det er for potentielt nye udbydere at træde ind på markedet, hvilket er afgørende for de nuværende spillere på markedet set ift. strategi og investeringslyst.

Det kan være omkostningstungt at starte op i transportbranchen, i høj grad er det anskaffelsesomkostninger til lastbil eller anden transportmiddel, der er den dyreste første investering i selskabet. Det vil dog som udgangspunkt altid være lastbil der er den nemmeste og billigste vej ind i branchen, da egne fly og containerskibe er mere omkostningstunge i anskaffelsesomkostninger. Derudover vil det også være dyrt at benytte sig af andres fly og containerskibe fra opstart af. En måde nye indtrængere kan komme uden om nogle af de tunge anskaffelsesomkostninger, er at benytte asset light, i lighed med DSV. (DSV6, n.d.) I stedet stiller det krav til kontakter, relationer, samarbejdspartnere mv. Hvor det altså bliver en

anden type adgangsbarriere og ikke den økonomiske. Det vurderes dog ikke at truslen for denne type selskab vil være særlig stor, da det enten kræver at stifter af potentiel indtrænger, har mange års erfaring og skabt sig et godt netværk i branchen, som de kan trække på eller at de skal bruge de første år på at få skabt de relationer. Stordriftsfordele er også et væsentligt aspekt i branchen, som ikke er muligt for nye indtrængere at drive fordel af. Der stilles store krav til at transportvirksomheder kan levere forskellige former for transportløsninger, hvilket kræver adgang til transport via luft, vand og vej samt i Europa også via jernbane. Det er stort set umuligt for nye indtrængere at levere dette produkt fra første dag.

Truslen fra nye indtrængere vurderes at være lav, da der er flere store barrierer for at komme ind på markedet og de nuværende aktører på markedet, heriblandt DSV, udnytte sine stordriftsfordele.

3.1.2.2 Købernes forhandlingsstyrke:

Købernes forhandlingsstyrke er en væsentlig faktor for de enkelte selskaber i branchens mulighed for at skabe indtjening. Antallet af kunder samt deres villighed til at betale er afgørende for branchens attraktivitet. Kunderne i branchen er mange og i meget forskellige størrelser, selskaber og privatpersoner har brug for at kunne levere og modtage varer i hele verden, både nationalt og internationalt. Det er en fordel for branchen at kundesegmentet er forholdsvis stort og bredt, som en stor spiller på markedet er man ikke afhængig af få store kunder. Branchen er dog også fyldt med mange udbydere, hvilket giver kunderne mange alternative løsninger. For de store kunder, kan det dog være omkostningstungt at skifte transport og logistik partner, da man oftest har integrerede systemer med partneren.

Derudover er der også mange små spillere på markedet, som ikke bare vil kunne overtage en kunde som fx Amazon. For de mindre kunder, vil det i flere tilfælde være mindre omkostnings tungt at skifte transport og logistik partner, men jo mere integreret deres systemer er med partneren, des mere omkostningstungt vil det være at skifte. Markedet stiller dog samlet set krav til deres samarbejdspartnere og leverandører, specielt de sociokulturelle standarder vedr. CSR og bæredygtighed, som det forventes at branchen lever op.

DSV er altså ikke afhængige af enkelte kunder, der er dog helt sikkert, nogle få af de største kunder, hvor de vil gøre lidt ekstra for at kunne beholde dem, men samtidig står de også godt over for disse kunder, da de integrerer deres systemer med DSV og det vil være omkostningstungt at skifte til en konkurrent. Men samtidig har kunderne også en fin

forhandlingsstyrke på de parametre, som er sociokulturelle krav, som i fællesskab stilles til branchens aktører. Derfor ender vi med en middel forhandlingsstyrke hos kunderne.

3.1.2.3 Truslen fra substituerende produkter:

I branchen tilbyder de forskellige selskaber et ensartet produkt, transport af varer og lignende fra A til B. Det betyder at der i branchen primært er tale om intern snæver konkurrence. Transport foregår vha. lastbiler, jernbaner, fly eller containerskibe, som stor spiller på markedet, benytter man sig af alle typerne, da det også er det dine kunder forventer du kan. Men det betyder også at der ikke for alvor på nuværende tidspunkt er alternative løsninger til transporten, hvorfor der ikke er substituerende produkter. Der er over de sidste mange år, ikke sket mange ændringer i måde vi transportere varer på. Alligevel må det forventes at den teknologiske udvikling, kan betyde at det lykkes med at udvikle nye transportformer over de kommende år. Dog vil det nok i højere grad ses som muligheder end reelle trusler, da det må forventes at mange af de store spillere på markedet herunder DSV arbejder på netop dette eller er klar til at opkøbe selskaber der arbejder med netop dette.

Vurderingen samlet set er at truslen for substituerende produkter er lav.

3.1.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke:

Som nævnt tidligere benytter flere af markedets store aktører sig at asset light, hvilket helt konkret betyder at selskaber ikke selv har skibe, fly og lastbiler i lange baner. (Under de interne analyser vil dette blive uddybet.) Asset light kan bruges af selskaberne til at optimere deres forudsætninger for at være klar til forandringer, da der ikke er bundet af store mængder af ressourcer i anlæg. Det stiller dog også nogle helt andre krav til samarbejdspartnere og relationer, hvilket gør at man er mere afhængige af andre. Skellet mellem leverandører og konkurrenter er ikke sort/hvidt i branchen, mange af de store aktører bruger de mindre aktører som underleverandører ved at købe ydelser af dem. Fx kan man tage DSV, selskabet startede i sin tid som en sammenslutning af vognmænd, dengang solgte man ydelser til de større aktører i branchen og direkte til kunderne. Siden dengang har man udviklet sig til at være det globale speditørselskab man er i dag, i samme periode har man dog ikke haft samme udvikling i mængden af lastbiler, fly og skibe. Man har i stedet valgt at benyttet sig af denne asset light model. Hvorfor DSV i dag benytter sig af mange underleverandører, som minder om den slags de selv startede som i tidernes morgen. (DSV7, n.d.) Flere af de underleverandører har sat deres forretning op omkring at de er underleverandører for de større aktører i branchen.

Vurderingen er at leverandørernes forhandlingsstyrke er middel, da leverandørerne er afhængige af de store aktører som benytter sig af asset light modellen og omvendt.

3.1.2.6 Konklusion på Porter's five forces:

Truslen fra nye indtrængere på markedet vurderes at være lav, da der findes flere betydelige barrierer for at komme ind i branchen. De etablerede aktører, herunder DSV, udnytter stordriftsfordelene, hvilket gør det svært for nye spillere at konkurrere effektivt. Købernes forhandlingsstyrke vurderes som middel. Selvom DSV ikke er afhængig af enkelte kunder, er der nogle få store kunder, som DSV vil gøre ekstra for at fastholde. Samtidig har disse kunder en vis forhandlingsstyrke, især på de sociokulturelle krav, som omverdenen stiller. Skiftet til en konkurrent er dog omkostningstungt for kunderne, hvilket giver DSV en stærk position. Truslen fra substituerende produkter er lav, da der ikke er betydelige alternativer på markedet. Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes som værende middel, dette skyldes specielt at selskaberne der benytter sig af asset light modellen er afhængige af deres underleverandører. Men at flere underleverandører også har bygget deres forretning op omkring at være netop dette for de store aktører. Mens konkurrencesituationen på markedet samlet set vurderes som høj, da mange aktører kæmper om markedsandele.

3.1.2.5 Konkurrencesituationen:

Transportbranchen domineres af nogle få store aktører samt mange mindre aktører. Blandt de store aktører er Kuehne + Nagel, DHL Logistics og DSV. DSV købte tidligere på året DB Schenker, der før opkøbet blev betragtet som en af de fire største fragtselskaber sammen med de tre førnævnte. Dette er med et globalt perspektiv, i og med at selskaberne opererer på mange markeder, vil det også være forskelligt hvem der er markedsledere. Der er oftest høj rivalisering på markeder hvor der er flere store aktører, derfor også tendenser til priskrig. Post-Covid-19 pandemien har branchen dog oplevet stigende priser på fragt, hvorfor andre parametre i perioden har været vigtigere for at kunne fastholde og vinde markedsandele.

Som nævnt ovenfor i truslen fra substituerende produkter, leverer de forskellige aktører en relativ ensartet ydelsesportefølje, hvilket er med til at øge rivaliseringen i markedet. Her forventes den teknologiske udvikling at kunne sikre at virksomhederne fremadrettet kan øge deres effektivisering, samt muligheden for at udvikle nye transportformer. Bæredygtighed, sociokulturelle forhold og andre eksterne faktorer presser markedet til at være i løbende udvikling og investere i nye løsninger, hvilket er med til at øge konkurrence. Generelt er der høje kapitalkrav for branchen, transportaktiver kræver investeringer, hvilket resulterer i høje

exitomkostninger. De selskaber der benytter sig af asset light, har dog færre penge bundet i transportaktiver. Men overordnet er de høje kapitalkrav med til at øge rivaliseringen.

Samlet set vurderes konkurrencen på markedet som værende høj.

3.1.3 Konklusion på eksterne analyser

På baggrund af de gennemførte analyser kan det konkluderes, at DSV opererer på et konkurrencepræget marked med mange aktører i varierende størrelser. For at forblive konkurrencedygtige er det afgørende for virksomhederne at være omstillingsparate og konstant ajourføre sig med de nyeste teknologiske løsninger. Kunderne stiller nemlig store krav til bæredygtighed, men også social ansvarlighed og ordentlige arbejdsforhold er vigtige faktorer i deres beslutningsproces. Disse krav stemmer godt overens med de lovgivningsmæssige forpligtelser på området, især vedrørende bæredygtighed og arbejdsforhold. Derudover påvirker geopolitiske udfordringer også branchen, og aktørerne må være i stand til hurtigt at tilpasse sig, da de kan blive tvunget til at fravælge visse markeder, som det er tilfældet med Rusland. Derfor er fleksibilitet og effektiv tilpasning af afgørende betydning for at kunne håndtere de eksterne faktorer, som virksomhederne ikke har kontrol over.

3.2 Intern analyse:

Formålet med den interne analyse er at skabe et overblik over værdidriverne samt en vurdering af disse. Som baggrund for den interne analyse, henviser til afsnittet med virksomhedsbeskrivelsen af DSV. Analysen der er dybdegående af de interne forhold i DSV, følger herunder.

3.2.1 Værdikædeanalyse

Markedet som DSV opererer på, er et homogent marked, som nævnt tidligere. Normalt defineres et homogent marked som værende et marked, hvor ydelserne/varerne bliver opfattet ens. Differentiering kan derfor være svært for selskaber i disse brancher. For at kunne vurdere styrker og svagheder, samt de interne værdidrivere, vurderes det at være vigtigt at analysere de interne forhold i DSV, med udgangspunkt i Porter's serviceværdikæde.

DSV's støtteaktiviteter er deres interne infrastruktur, medarbejdernes kompetencer og kapaciteter, deres teknologiudvikling og indkøb. DSV har hovedsæde i Danmark og har decentraliseret styring med afdelinger i alle de lande de opererer. DSV's aktiviteter har de valgt at dele op i 3 divisioner, der har sammenfald og men også punkter der ikke spiller sammen på tværs af divisionerne. Det har også den betydning at forretningsgangene ikke er

helt ens, hvorfor det også kan være svært at sikre at processerne foregår ensartet på tværs. Ledelsesstilen i DSV er ret dansk, det skal forstås ved fladt hierarki og fokus på medarbejderinddragelse. Implementeringen af den ”danske” ledelsesstil kan være svær i nogle afdelinger rundt om i verden, hvor kulturen adskiller sig fra den danske. Dette kan bl.a. ses ved Hofstedes kulturdimensioner.

Figur 3.2.1: Kulturdimensioner – Hofstede



Kilde: Hofstede (*The Culture Factor*, n.d.)

Det interessante af overstående figur er forskellen i ”power distance” på dansk magtdistancen. Landene tildeles en score fra 0 til 100, hvor en højere score afspejler en større magtdistance. Her kan vi se at Danmark har en forholdsvis lav scorer, herefter følger Tyskland med ca. dobbelt så høj score, herefter følger Brasilien med en scorer der er næsten fire gange så høj og med den højeste scorer har vi Kina med 4,5 gang så høj score. Frihed under ansvar, det ses blandt andet ved den store mængde af selvstændighed og fokus på medarbejdernes individuelle kompetencer, er blandt kendetegnede for den danske ledelsesstil, samtidig med at det er noget af det der adskiller sig fra andre lande. I modsætning kan man tage Kina, hvor der er en helt anden tilgang til selvstændighed, her er tilgangen i højere grad at mennesker skal indgå som en enkelt brik i virksomheden, det forventes ikke at de ansatte skal ”tænke” ved fx at komme med idéer til hvordan selskabet kan udvikle sig. For at kunne have en dansk ledelsesstil i Kina, kræver det virkelig at man har dygtige **menneskelige kompetencer**, for at have en mulighed for at lykkes. Det er de forskellige landechefer der har ansvaret for kundeopgaverne, men samtidig har de også et ansvar for at lede deres afdelinger for DSV’s værdier. DSV har for nuværende mere end 75.000 medarbejdere på verdensplan, hvorfor de også er vigtige for DSV, specielt set i lyset af at man ikke sælger fysiske produkter, men i stedet sælger ydelser og løsninger. På baggrund heraf mener jeg at de menneskelige ressourcer hører til blandt de primære aktiviteter i værdikæden.

Teknologiudviklingen er en afgørende faktor internt for produktudviklingen og infrastrukturen, under primære aktiviteter vil produktudviklingen blive gennemgået særskilt. Den danske ledelsesstruktur er som nævnt ovenfor en svær udfordring at få tilpasset til alle lande. Her kan den teknologiske udvikling også være en vigtig faktor da det kan hjælpe med optimering af dataopbevaring, deling af information og sparring på tværs. I dag er verden forbundet så man ikke behøver at mødes fysisk, men at man kun er et teams opkald væk, hvor man har mulighed for at sparre og rådgive hinanden på tværs af lande og kontinenter. Det giver muligheder for sparre og rådgive inden for det forretningsmæssige, menneskelige, ledelse m.fl. Som en af de største aktører på markedet, har DSV mulighed for at udnytte deres stordriftsfordele, bl.a. ved deling af data og erfaringer på tværs af lande og afdelinger. Dette kan være med til at sikre at DSV på den bedst mulige måde får løst komplicerede opgaver/projekter, hvor man tidligere har benyttet sig af ekstern assistance uden for organisationen. Det er i disse tilfælde at den teknologiske udvikling og det interne netværk bliver udnyttet bedst af DSV, som bl.a. resulterer i lavere omkostninger og større effektivitet. Derfor er DSV også en interessant samarbejdspartner/leverandør, da samarbejdspartnere/kunder er interesserede i at DSV leverer konkurrencedygtige priser samt er blandt de førende indenfor den teknologiske udvikling, dette kan DSV, når de benytter sig af deres stordriftsfordele. Noget af det den teknologiske udvikling har taget med sig over de senere år er Track and Trace, da det er vigtigt for kunderne at kunne følge deres gods på dens transport fra A til B. Derfor har det været vigtigt for branchen at holde sig opdateret på teknologien hertil. DSV har forskellige løsninger herunder ”My DSV,” ”DSV EDI” og ”DSV API,” som på forskellig vis kan integrere med ERP-systemerne kunderne benytter sig af, derved får de adgang til leverancernes oplysninger. (DSV8, n.d.)

Indkøb er den støtteaktivitet, hvor DSV oplever de største udfordringer. Her er de nemlig klart mest afhængige af eksterne faktorer, de ikke direkte kan påvirke. Som tidligere nævnt benytter DSV sig af asset light modellen, som betyder at man er afhængige af at underleverandørerne, da de i høj grad tager sig af den sidste service ud til kunderne. DSV ønsker bl.a. at profitere af lokalkendskabet hos de lokale vognmænd, derudover slipper de for at have vognmænd ansat over hele verden, samtidig kræves det samme lokalkendskab ikke. Samlet set har DSV skabt et netværk af partnere, underleverandører og agenter, der er mere end 200.000 i netværket som DSV bruger til at drive forretning både på et globalt og strategisk niveau. Netværket er med til at sikre at DSV kan levere logistik- og lagerløsninger rundt omkring i hele verden. Da DSV på denne måde primært bliver et mellemled i

løsningerne, er det som nævnt tidligere underleverandørerne og samarbejdspartnerne der står for den sidste service ud til kunderne. I den forbindelse har DSV udarbejdet ”Supplier Code of Conduct,” som er deres nedskrevne krav, som skal være med til at sikre deres brandværdi, at de lever op til menneskerettigheder og at der er ordentlige arbejdsforhold. Det er altså vigtigt for at kunne blive en del af netværket og derved være underleverandør, samarbejdspartner eller agent for DSV at man kan leve op til de krav. (DSV9, n.d.) Dette er vigtigt for DSV da de over for deres kunder, har et værdisæt de kan brande sig på. Flere selskaber herunder DSV har oplevet udfordringer med denne del af værdikæde i forbindelse med og efter Covid-19 pandemien, dette med både negativ og positiv karakter. Specielt flaskehalse har været et gentagende ord for denne branche i medierne, hvor der har været lukket lagre, havne og terminaler, og efterfølgende genåbninger med stort pres, som har resulteret i endnu større efterspørgsel på fragt af vare og derved stigende priser på fragtydelser og olie, hvilket har været et plus for branchen. I den kommende tid vil der være større fokus på ydelserne og kundernes muligheder, samtidig med at vi står over for et marked præget af geopolitisk ustabilitet. Desuden vil de ekstreme vejrphænomener, der i højere grad påvirker hele verden, stille større krav til branchen. Leverandørerne skal være i stand til at tilpasse sig hurtigt til ændringer i ruteplanlægningen og konstant forbedre sig med bæredygtige alternativer.

De primære aktiviteter er udvikling af ydelser, markedsføring, salg af ydelser, service og implementering. I en servicevirksomhed som DSV består Up-stream udelukkende af udvikling af produkter, som primært består i at skabe forbedringer af ydelser samt effektivisere disse. For værdiskabelse er dette en vigtig del, her har man i høj grad mulighed for at differentiere sig fra konkurrenterne i branchen. Derudover er der også politiske aspekter der påvirker specielt i forbindelse med lovgivning, bl.a. kræves der miljørigtige løsninger, CO₂-udledningen i branchen er blandt de største i verden. Hvorfor det kan være en stor udfordring at imødekomme de krav forbrugerne har, hvorfor det evige fokus på udvikling, er essentiel herfor. En del af DSV's fokus på udvikling findes i en af deres tre divisioner nemlig Solutions, hvor der arbejdes på udvikling af deres ydelser og løsninger der er tilpasset. (DSV10, n.d.) Der arbejdes også på udviklingen af transportformer i forfølgelse af bæredygtighed samt værende ledende indenfor reduktion af CO₂-udledningen. DSV har indgået en aftale med Volvo Trucks som skal give 300 el-køretøjer i løbet af 2024-2026, hvilket skal stige frem til 2030 til 2.000 stk. (DSV11, 2024) Ligeledes har man i tidligere kvartalsrapport nævnt at man har et mål om mindst at have 5.000 lastbiler i 2030 som er ejet

af tredjepart som vil køre på BIC (best in class) niveau. (DSV12, 2024) Det er dog essentielt, at lade infrastrukturen kan følge med, da den for nuværende ikke er klar til så mange el-lastbiler på vejene endnu.

Downstream aktiviteterne vil jeg analysere med udgangspunkt i de 7 P'er, som er grundlaget for omsætningen i selskabet. De yderligere 3 P'er fra de 4 oprindelige P'er er personale, proces og fysisk bevis, som jeg vil mene er en vigtig faktor i et selskab som DSV, hvor der er tale om ydelser og ikke fysiske produkter. Da disse faktorer er væsentlige i vurderingen af kundernes oplevelse, kvalitet på servicen og brandmiljøet i en branche hvor det kan været svært at differentiere produkter og hvor der er et hårdt konkurrencemiljø.

Produkterne DSV tilbyder i mere end 80 lande mange ydelser og services.

Kernekompetencerne ligger i varetransport på traditionel vis, med luft-, sø-, vej- og banetransport, transport af udfordrende gods, kurer og logistikløsninger med lagerstyring og -hoteller. (DSV12, n.d.) DSV leverer ydelser på tværs af sine 3 divisioner, Solutions, Road og Air & Sea. På baggrund af kvartalsrapporten for Q3 2024, udgør Solutions 15,5% af den samlede omsætning, Road udgør 24,5% og Air & Sea udgør de resterende 60%. (CVR2, 2024) Man har spredt omsætningen er derved risikoen mellem de 3 divisioner, men følsomheden ved risikoen er størst i Air & Sea der udgør den største del af omsætningen. Med de forskellige divisioner, skulle DSV gerne kunne klare alle former for transport, så de kan dække kundernes behov uanset hvordan de ønsker det transporteret. Til den hurtige levering med større afstande er der luftfragt, for omkostningsoptimering og hvor hastigheden på levering ikke er den væsentligste faktor, er der søfragt, for levering lokalt er der vejtransport og som det grønne alternativ er der banetransport. Derudover er der også projekttransport som er transport, er udfordrende gods og kurer til mindre leveringer der haster. Udviklingen af produkter fra upstream delen af værdikæden har også været med til udover de gængse transportydelser at udvikle logistikløsninger der er skræddersyet til de enkelte kunder over hele verden. Herunder lageropbevaring inkl. styring heraf, rådgivning til virksomheder der mangler kompetencer inden for lager og lagerstyring. (DSV12, n.d.) Denne rådgivningsydelse er et produkt af den udvikling der foretages løbende, fordi man har vurderet at det er noget branchens kunder efterspørger. DSV har for at kunne reducere omkostningerne og effektivisere deres løsninger skabt nogle branchespecifikke løsninger, der giver dem mulighed for med små justeringer at løse logistikstyringen i flere virksomheder, der minder om hinanden. Derved drager DSV også fordel af deres stordrift.

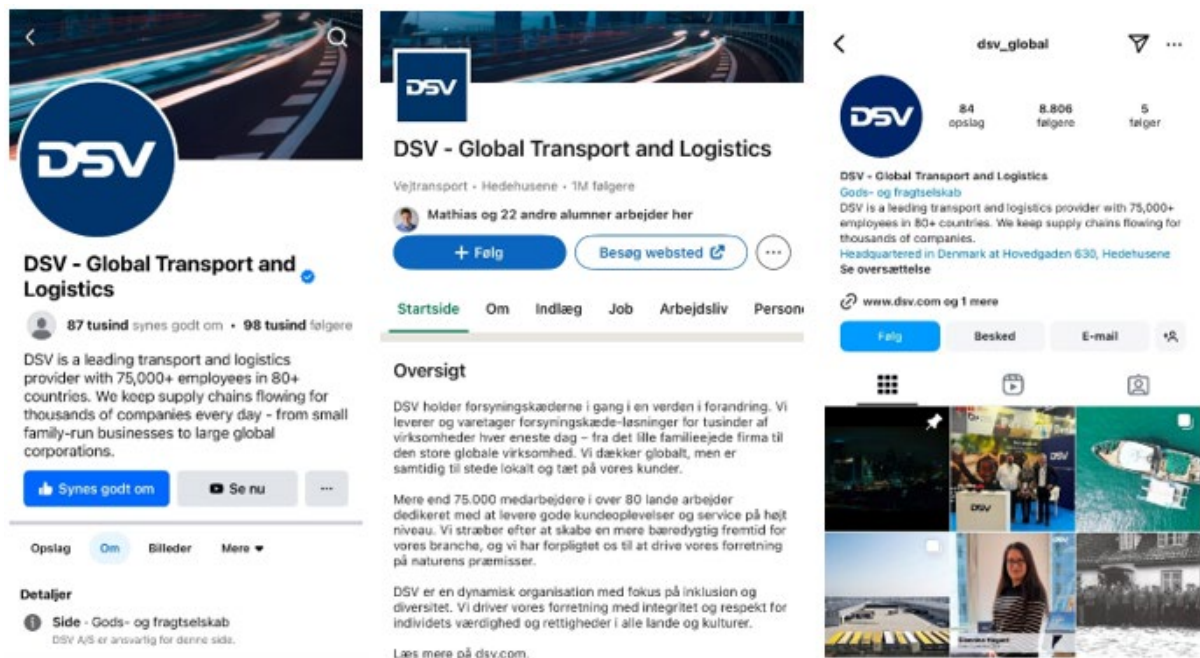
Prisen på ydelserne DSV leverer har udgangspunkt i listepriser, men i sidste ende forholder DSV sig altid til den enkelte kunde, samt kompleksiteten i den ydelse der skal leveres. Branchen er som omtalt i den eksterne analyse påvirket af eksterne faktorer ift. prisfastsættelse. Men den ustabile geopolitiske situation verden har befundet sig i, af forskellig karakter, siden Covid-19 pandemien ramte i 2020, som i stor grad har været med til at forstyrre forsyningskæderne verden over. Dette har medført at sikkerhed, service og kvalitet af levering har fået større betydning, og kunderne i stor grad er villige til at betale herfor.

Place er en vigtig brik i værdiskabelsen for DSV. Her kan DSV drage fordel af deres stordrift, det gør de bl.a. ved at være til steder i store dele af verden, det ses ved at de er i mere end 80 lande med logistikfaciliteter, kontorer og lignende – med samlet mere end 1.600 placeringer. Dette i samspil med deres store netværk skaber en stor værdi for DSV, som mindre vognmandsforretninger og logistikvirksomheder ikke vil kunne hamle op med. De individuelle skræddersyede løsninger, at man er klar til at løse kundernes problemstillinger og ønsker. Det betyder også at DSV i det tilfælde hvor de allerede transportere på den pågældende rute eller er til stede i landet, nemmere kan tilpasse sig til løsningerne på kundernes problemstillinger og ønsker.

Promotion er ikke i den traditionelle forstand som man som forbruger oplever i dagligdagen, da de hovedsageligt befinder sig på B2B markedet. Med deres mange faciliteter og lokationer sørger de for at være synlige for deres kunder. Som en af de største transport- og logistikvirksomheder i verden med over 75.000 ansatte fordelt over hele verden, har man et stort netværk der strækker sig bredt, derfor er et vigtigt element af deres markedsføring mund-til-mund-metoden. Det er vigtigt at få spredt budskabet til potentielle kunder om alle de løsningsmuligheder DSV allerede har, og om muligheden for at udvikle nye løsninger, hvis DSV ikke allerede har en, der passe til netop deres udfordringer. Dette ligger i divisionen Solutions, ikke overraskende er det også den del af selskabet, de selv forsøger at skabe fokus om, når man fx besøger deres hjemmeside. De ejer som tidligere nævnt ikke mange af transportaktiverne selv, i stedet benyttes der underleverandører. Dem benytter de til at skabe reklame på vejene, ved at der på mange af de trailere der transporteres rundt, er DSV blå farve med det hvide DSV-logo, som man ikke kan undgå at se rundt om i hele verden. Derudover benytter DSV sig også af donationer og sponsorater til få sat selskabsnavnet i forbindelse med gode ting som stemmer overens med deres eget værdisæt. Samtidig med at det skaber værdi omkring deres brand og viser medmenneskelighed og ansvarlighed for

samfundet. Det er bl.a. Børnecancerfonden, Danmarks indsamlingen og Røde Kors er nogle af de organisationer som DSV støtter. De støtter også flere indenfor sportsverdenen herunder DGI verdensholdet, Alexandra Bøje mv. (DSV13, n.d.) Måden man generelt markedsfører på, har oplevet en ændring over de seneste år, hvor markedsføringen i langt højere grad foregår på de sociale medier fremfor TV- og fysiske reklamer. Derudover er der forskel i hvilke sociale medier der er relevante alt efter om den primære forretning er B2C eller B2B. B2C er primært Facebook, Instagram og Tik-Tok, hvorimod B2B i større grad bruger LinkedIn mv. Hvilket hænger godt sammen med at DSV er meget aktive på LinkedIn, hvor de har mere end 1 mio. følgere. Der er ugentligt opslag på deres profil, med bredt udvalg af emner.

Figur 3.2.1 (1): Facebook, LinkedIn og Instagram konto



Kilde: (Facebook, n.d.), (LinkedIn, n.d.), (Instagram, n.d.)

DSV benytter sig af LinkedIn med at promovere sig overfor sine kunder og potentielle kunder, herunder præsentation af nye initiativer og fremvisning af medarbejdere. Samtidig bliver det også benyttet til netværk samt præsentation af deres tilstedeværelse på transportmesser og -konferencer verden over, dette gør de også for at indfri deres egen værdi ”Kunderne først.” (DSV14, n.d.) En del af de nye tiltag der præsenteres, er også for at vise at DSV er førende indenfor den teknologiske udvikling og bæredygtige initiativer. Ved selv at være gode til at fortælle historien om de nye initiativer, opsigtsvækkende resultater mm., lykkes de også med at få medierne til at omtale dette. Børsen er et af de medier de oftest omtales i, dette skyldes både deres plads i det danske C25-indeks, men også nye initiativer.

Bl.a. har der været mange artikler både om inden men også efter opkøbet af DB Shenker. (Børsen1, 2024) DSV udarbejder selv kvartalsvise brancherapporter som de offentliggør på deres hjemmeside, her benytter de sig af deres egne kanal i stedet for en ekstern. (DSV15, 2024) De har ligeledes ved hjælp af deres egne kanaler udarbejdet et interaktivt kort, som opdateres løbende med deres bæredygtige og ansvarlige initiativer. (DSV16, n.d.) Dette initiativ er med til at understøtte kundernes opfattelse af, her at de tager ansvar for samfundet.

Personale i DSV består af mere end 75.000 ansatte, som er altafgørende for at DSV kan blive ved med at skabe succes. DSV har en meget dansk tilgang til kultur herunder fladt hierarki og frihed under ansvar, som man tror på er det der får det bedste frem i medarbejderne.

Diversitet fylder meget i et verdensomspændende selskab som DSV, hvor man er lokaliseret i mere end 80 lande og har 160 forskellige nationaliteter ansat. (DSV5, 2024, side 10) Man har stort fokus på medarbejderudvikling, med udgangspunkt i DSV academy. (DSV17, n.d.) Ved at DSV prioriterer medarbejdertrivsel og -udvikling, er DSV med til at skabe en kultur, der understøtter en sund virksomhed, samtidig med det skaber et stærkt omdømme gennem motiverede og kvalificerede medarbejdere. Værdibaseret ledelse giver flere strategiske muligheder, i VRIO-analysen vil dette blive uddybet yderligere. Man benytter sig de samme systemer hele verden over, ensartede politikker, **processer** og forretningsgange, som gerne skulle sikre at kunderne oplever den samme kvalitet og tilgang uanset hvor i verden de støder på DSV. Der er forskel på den del af processen som er leveringen af ydelsen, det handler om kunden, branchen og specielt om det produkt der skal leveres. DSV er dedikeret til at levere den bedste service til alle deres kunder, hvilket sikres gennem strømlinede processer på globalt plan. Denne proces starter med at man sikrer at man har en fælles forståelse af kundernes ønsker og behov, for at man finder frem til de bedste løsninger. For at DSV kan lykkes med dette er deres underleverandører en væsentlig faktor, for at værdikæden har sammenhæng.

Fysisk bevis i servicevirksomheder er en svær størrelse, da det kan være svært at skabe en stærk brandværdi med udgangspunkt i det fysiske bevis. Her benytter DSV sig af deres underleverandører til at de har trailere med logo på der transporteres rundt, når de mere end 30 millioner forsendelser skal leveres. Derudover er tilstedeværelse på de sociale medier og messer en form for fysisk bevis. På den måde er det **Promotion** der har en stor rolle for at få skabt det fysiske bevis for DSV. I forbindelse med DSV's løbende udvikling af bæredygtige initiativer, startede man blandt andet med at renoverer 1.100 trailere i 2023, for at forbedre deres levetid, hvor man forventer op mod en fordobling af levetiden. (DSV18, 2023) Ved

initiativ som dette er DSV med til at sikre at de opfylder omverdens bæredygtighedskrav og lever op til deres egen strategi med at arbejde mere effektivt gennem genbrug.

Sammenspillet mellem proces, personale og det fysiske bevis spiller en afgørende rolle i forbrugernes opfattelse af DSV's værdi. Divisionen Solutions er nøglen til udarbejdelse og styring tilbud til kunderne der er tilpasset til netop deres behov. De ansatte er trænet og uddannet til at levere den bedste service, samtidig med et stærkt samarbejde med underleverandørerne skal være med til at sikre, korrekt udførelse af de interne processer. Sociale medier, logo på trailere og deltagelse på messer er blandt de fysiske beviser, som DSV benytter sig af for at være synlige overfor deres og potentielle kunder. Sammenspillet herimellem er en væsentlig faktor for DSV's værdiskabelse, og blandt de vigtigste elementer i konkurrencefordelene, i VRIO-analysen vil dette blive uddybet yderligere.

Som tidligere påpeget, håndterer DSV ikke selv den sidste del af værdikæden, hvilket resulterer i der ikke er direkte kundekontakt. Indkøb, støtteaktiviteten, er den aktivitet der i selskabet der står for levering af ydelsen, da de via asset light modellen, står for at have underleverandører, der kan udføre ydelsen. Hvor DSV står for at etablere og planlægge samarbejdet, dermed betydning for "produktionen af service og implementering," som er det sidste punkt i downstream delen af serviceværdikæden. Der er helt klart positive og negative aspekter ved at benytte asset light, for DSV handler det om omkostningsoptimering, selvom det i det enkelte tilfælde kan være billigere at eje fremfor leje. Men her er DSV's vurdering at de med denne forretningsmodel, stiller sig bedst ift. at kunne være omstillingsparate i branche der oplever stor konkurrence og konjunkturudsving. Et af de negative aspekter er afhængigheden af underleverandørerne, det står dem frit for inden for de evt. indgået kontrakter at ændre priserne. Det gør DSV er mere udsat end konkurrenterne med andre forretningsmodeller for de eksterne faktorer. "Kunderne først" er en af DSV's værdier, det gøres blandt andet ved altid at være klar til at løse kundernes behov, ved aldrig at sige nej til opgaver, men i stedet være løsningsorienteret med alternative løsninger, hvilket er blandt deres konkurrencefordele. DSV's kunder har mulighed for integration med DSV i deres ERP-systemer, for at kunne følge transporten, sammen med de skræddersyede løsninger, er dette med til at DSV lever op til deres egen værdi om at sætte kunden først.

3.2.2 Vækst- og konkurrencestrategier

Porters generiske strategier benyttes som sammendragelse af værdikædeanalysen og de interne faktorer i DSV. DSV konkurrencemæssige strategi ønskes vurderes på baggrund

heraf, samt vurdering af selskabets markedsfordele.

DSV er blandt de største aktører på markedet, hvilket opkøbet af DB Schenker kun har sat en fed streg under, derfor må vi konkludere at de har en stor del af totalmarkedet, når vi skal vurdere om de har en lille eller stor del. Generelt er det et marked, hvor det kan være svært at differentiere sig, i stedet handler det om at levere service på et højt niveau. Som vi tidligere har været omkring benytter DSV sig af asset light modellen, hvilket bl.a. skyldes fokus på de faste omkostninger skal holdes lave. Det giver også muligheden for at være omstillingsparate, så de kan følge med markedet, og opfylde kundernes behov, også når de forandrer sig. Når vi skal vurdere om DSV har fokus på lave omkostninger eller et unikt produkt, er min vurdering på baggrund af overstående at de har fokus på de lave omkostninger. Derfor er vurderingen at de med udgangspunkt i porters generiske strategier bruger strategien ”omkostningsleder.”

”Vi hjælper vores kunder med at vokse ved at holde gang i deres forsyningskæder. Vi skaber effektive løsninger for alle virksomheder med fokus på pålidelighed, klimapåvirkninger og omkostninger – uanset branche og størrelse.” (DSV19, n.d.) Er en del af DSV’s vision, dette vurderes at hænge godt sammen med strategien omkostningsleder. Da omkostningsfokusset også fremgår her.

Et andet aspekt af asset light modellen er at mens det holder de faste omkostninger lave, så giver det også en større mængde variable omkostninger, da man benytter sig af underleverandører. For at de ekstra variable omkostninger overgår de sparede faste omkostninger, har DSV fokus på at få det maksimale ud af deres stordrift. Det gøres ved at indgå samarbejdsaftaler og købe større mængder af ydelser samtidig, for at opnå de bedst mulige priser. Derudover har DSV valgt at lave flere strategiske opkøb, senest med DB Schenker men også tidligere opkøb af bl.a. Global Integrated Logistics og Panalpina. Det åbner samtidig op for større stordriftsfordele og en udvidelse af netværket.

3.2.3 Ressource-Based View (RBV)

DSV’s værdiskabelse er analyseret i det forrige. Jeg har på baggrund af det analyserede identificerede konkurrencefordelene, med udgangspunkt i de interne forhold. Ressourcerne og kompetencerne i DSV er det vi gerne vil vurdere med denne analyse, samtidig med hvordan disse vurderes ift. konkurrenterne. Ressourcerne repræsenterer de aktiver, DSV besidder, mens kompetencerne beskriver, hvordan disse aktiver udnyttes effektivt.

Tabel 3.2.3: RBV

	Ressourcer	Kompetencer
Threshold – på niveau med konkurrenterne	○ <i>Databaseret</i> ○ <i>Digitale systemer (sammenspil med kundernes ERP-systemer)</i>	○ <i>Kvalificeret ledelse</i>
Distinctive – på bedre niveau end konkurrenterne	○ <i>Underleverandører</i> ○ <i>Samarbejdspartnere</i> ○ <i>Ansatte</i>	○ <i>Globalt netværk</i> ○ <i>”Asset light” og dertilhørende omstillingsparathed</i> ○ <i>Værdibaseret ledelse</i> ○ <i>Integritet og ansvarsbevidsthed</i>

Kilde: Egen udviklet

Som vist i tabellen ovenfor, vurderes de menneskelige kompetencer som en væsentlig konkurrencefordel for DSV. Disse kompetencer udgør også en central del af det globale netværk, som DSV har opbygget, i samspil med den omstillingsparathed, der følger med asset light modellen, som også bidrager til virksomhedens konkurrencefordele. Derudover spiller den værdibaserede ledelse, med fokus på medarbejdernes udvikling, samt virksomhedens vægt på integritet og ansvarsbevidsthed, en central rolle. Dette er afgørende både i forholdet til ansatte, underleverandører og samarbejdspartnere samt i forhold til omverdenen, herunder kunder og potentielle kunder.

3.2.4 VRIO

Konkurrencefordelene er udspecificeret ovenfor i Ressource-Based Viewet fordelt på ressourcer og kompetencer. Altså er det alt sammen noget der er med til at være værdiskabende for DSV. VRIO-analysen er med til at vurdere hvorledes disse ressourcer og kompetencer er værdiskabende på den lange bane altså med andre ord om de er vedblivende værdiskabende. Hvis der bliver svaret ja til både ”value,” ”rarity,” ”inimitability” og ”organisational support,” betyder det at man vurderer værdiskabelsen som værende vedblivende.

Tabel 3.2.4: VRIO

	Value	Rarity	Inimitability	Organisational Support
Underleverandører	Ja	Nej	Nej	Ja
Samarbejdspartnere	Ja	Nej	Nej	Ja
Ansatte	Ja	Nej	Nej	Ja
Globalt netværk	Ja	Ja	Nej	Ja
”Asset light” – omstillingsparathed	Ja	Ja	Nej	Ja
Værdibaseret ledelse	Ja	Ja	Nej	Ja
Integritet og ansvarsbevidsthed	Ja	Ja	Nej	Ja

Kilde: Egen udviklet

Som vi kan se af overstående, har vurderingen været at alle konkurrencefordelene skaber værdi, ligeledes vurderes det at alle konkurrencefordelene bliver støttet af organisationen. Men det vurderes også at det ikke er umuligt at efterligne de konkurrencefordele, hvorfor der er svaret nej til alle konkurrencefordelene i ”inimitability.” Hvor sjældne hver enkelt konkurrencefordel er, vurderes at underleverandører, samarbejdspartnere og ansatte ikke er sjældne konkurrencefordele, hvorimod det vurderes at det store globale netværk, asset light – omstillingsparathed, værdibaseret ledelse og integritet og ansvarsbevidsthed er mere sjældne konkurrencefordele i denne branche. Værdibaseret ledelse er en central faktor i medarbejdertiltrækning og medarbejdertilfredshed. Det er dog bundet op omkring den nuværende ledelse, hvorfor denne også afhænger af deres forsatte virke i selskabet samt at de holder fast i deres ledelsesstil. Dog er det også en ledelsesstil, der kan have modsat effekt over for nogle ansatte og potentielle ansatte, og derved fravælger DSV fremfor andre selskaber i branchen, med en anden ledelsesstil. En af DSV’s konkurrencefordele er deres forhold til underleverandører, samarbejdspartnere og ansatte, disse er oftest bundet op omkring enkelte eller få personer i organisationen, som gør at de kan være skrøbelige over for udskiftninger.

Derfor bliver den samlede vurdering at alle DSV’s konkurrencefordele ikke er vedblivende konkurrencefordele, da det ikke er umuligt for andre aktører på markedet at efterligne de konkurrencefordele.

3.2.5 Konklusion på interne analyser

Vi har analyseret DSV's værdikæde, for at belyse DSV's kernekompetencer og analyseret disse. På trods af vi har belyst DSV's kernekompetencer, er det essentielt at fremhæve at kompetencerne spiller sammen og at det er samspillet mellem, der samlet skaber værdi for DSV. Asset light modellen, marketingsmixet og det store globale netværk, er alle værdiskabende kernekompetencer i DSV. Asset light modellen giver mulighed for at geninvestere overskud i opkøb fremfor store investeringer i anlægsaktiver. Denne model er også med til at gøre DSV omstillingsparate til ændringer i kundernes behov og konjunkturudsving, da man ikke er bundet af massive investeringer i tunge anlægsaktiver. Marketingsmixet fokuserer på kundeinddragelse og engagement i forretningen, samtidig med at alle logistikudfordringer er klar til at mødes med skræddersyede løsninger. I marketingsmixet spillet samspillet mellem proces, personale og det fysiske bevis fra de 7 P'er ligeledes en stor rolle, samspillet mellem netop disse 3 P'er, vurderes at være ekstra vigtigt for selskaber der sælger ydelser og ikke fysiske produkter. For at være i forbrugernes bevidsthed, er man fysisk til stede ved logoer på leasede trailere. Det globale netværk er også essentielt for DSV, det er skabt blandt de ansatte, der er veluddannede i DSV's forretningsgange, underleverandører og samarbejdspartnere, der skal leve op til "Supplier Code of Conduct."

DSV har positioneret sig som omkostningsleder, dette har de blandt andet gjort ved at have et stort fokus på de lave omkostninger, som valgte af asset light modellen også hænger sammen med. Man har valgt at strategien er at investere i mennesker og omstillingsparathed fremfor tunge og dyre anlægsaktiver. Under den værdibaserede ledelse er de ansatte med til at opbygge integritet og ansvarsbevidsthed, som skaber stor værdi både udad og indad. Vurderingen er dog at alle DSV's kernekompetencer ikke er vedblivende, da de i høj grad er bundet op om mennesker, deres ressourcer og relationer, som naturligt ændres i forbindelse med udskiftning i ledelse og ansatte både internt men også hos underleverandører og samarbejdspartnere.

3.3 SWOT:

På baggrund af eksterne og interne analyser har jeg oplistet DSV's styrker, svagheder, muligheder og trusler i en SWOT. Dette er for at kunne analysere elementerne.

Tabel 3.3: SWOT

Interne forhold	
S – Styrker	W – Svagheder
○ Asset light modellen ○ Omstillingsparathed ○ Brandværdi og lokalt kendskab ○ Det globale netværk ○ Stordriftsfordele ○ Værdibaseret ledelse ○ Fokus på bæredygtighed og CSR ○ Opkøbsstrategi	○ Begrænset kontrol over underleverandørerne ○ Air & Sea – følsomme for dele af forretningen ○ Manglende stordriftsfordele ved egne aktiver
Eksterne forhold	
O – Muligheder	T – Trusler
○ Strategiske opkøb i markedet ○ Udvikling af nye transportformer ○ Konjunktur sving + stigende globalisering ○ Udnyttelse af nye handelsaftaler	○ Fokus på CO2 udledning ○ Geopolitisk (u)stabilitet ○ Konjunktur sving + lokalhandler ○ Manglende arbejdskraft ○ Handelsaftaler der ophæves eller gøres dårligere

Kilde: Egen udviklet

Asset light modellen er grundlaget i den succes og vækst som DSV har skabt, med at eje få anlægsaktiver. Dette er også en af hovedårsagerne til at DSV kan være omstillingsparate, og derved lykkes med at skabe værdi for kunderne, da man ikke er bundet af man kun har få løsningsmuligheder, men har et stort udvalg af løsninger, da de køber servicen eksternt. Det er samtidig også denne forretningsmodel, der er med til at muliggøre opkøbsstrategien, som giver og har givet mulighed for at vinde markedsandele og øge væksten. Historisk er DSV's vækst kommet via succesfulde opkøb, den organiske del af væksten har også spillet ind, men slet ikke i samme omfang. I DSV bliver der anvendt mange ressourcer i at sikre at der kan håndteres opkøb og derved implementering af nye selskaber, ved at udvikle forretningsgange og de ansatte til netop dette formål. DSV's brandværdi og lokale kendskab er skabt ved netop deres opkøbsstrategi, de medfølgende markedsandele og kundeportefølje og den efterfulgte implementering samt sammenspillet med underleverandørerne. Kundeopfattelsen af DSV som værende et tillidsfuldt og ansvarligt selskab, som skaber værdi for sine kunder, kommer af succesfulde implementeringer, ensartet forretningsgange på tværs af alle afdelinger verden over og konsistent ledelsesform. DSV operer i en branche der påvirker miljøet i stor grad,

som et ansvarligt selskab, har de stort fokus på bæredygtighed. At de ikke selv ejer anlægsaktiverne, gør også at de bruger samarbejdet med underleverandørerne, til i fællesskab at arbejde med bæredygtige alternativer og gerne hvor man kan benytte eksisterende ressourcer. De har ligeledes udarbejdet et interaktivt kort, som man finder på deres hjemmeside, som benyttes til at holde interessenter opdateret, på de bæredygtige initiativer de hjælper og støtter. Som en af de største aktører i branchen, med et stort netværk af kunder, samarbejdspartnere mv., med transport og logistikløsninger på dagligt plan, kan DSV på mange områder udnytte stordriftsfordele. DSV udnytter de mindre aktører i branchen, da flere af disse bygger deres forretninger på at vinde indpas hos de store aktører i branchen såsom DSV. Specielt DSV's forretningsmodel med asset light, bidrager til at DSV i stor grad kan udnytte dette.

Der er dog en svaghed ved de mindre aktører i branchen, som fungerer som underleverandører for DSV. Jo større underleverandørerne er, desto større forhandlingsstyrke har de, hvilket kan gøre det vanskeligere at sikre, at de overholder "Supplier Code of Conduct." Derudover indebærer afhængigheden af underleverandører, at DSV ikke ejer anlægsaktiverne til at udføre kundeopgaverne. Dette medfører en begrænset mulighed for at udnytte stordriftsfordele på grund af de manglende anlægsaktiver. Det stiller store krav til deres evne til at danne relationer og samarbejde med branchens øvrige aktører. DSV er som nævnt delt i tre divisioner, imellem disse er omsætningen ikke jævnt fordelt, her står Air & Sea for den største del af omsætningen, hvorfor DSV er ekstra følsomme på udsving i denne division. Som vi ser i regnskabsanalysen, var udviklingen faldende i 2023, men i 2024 har den efter 3. kvartal været stigende igen, hvilket primært skyldes resultaterne fra netop 3. kvartal. Faldet i 2023 og starten af 2024 kan tilskrives eftervirkningerne af Covid-19-genåbningen, hvor virksomheder verden over opbyggede store lagre for at kunne imødekomme efterspørgslen i 2022. Efterspørgslen begyndte dog at falde mod slutningen af 2022, hvilket medførte, at kunderne nu sidder med store lagre, der ikke er blevet afsat i det omfang, de havde forventet. Dette har ført til, at kunderne har fokuseret på at sælge ud af deres lagervarer og reducere deres lagerniveauer. Denne udvikling har især haft en negativ indvirkning på Air & Sea, som har lidt under den faldende efterspørgsel og de øgede lagre.

Der er mange store aktører og rigtig mange små aktører i branchen. De små aktører har anlægsaktiver så de selv kan levere servicen og et primært fokus på lokalkendskab, som modsætning til DSV som er globalt til stede og ikke har det samme omfang af anlægsaktiver. Der er også store aktører i branchen som med en anden forretningsmodel både har anlæg og

store markedsandele. Branchen består af mange aktører, DSV har tidligere succesfuldt lavet flere opkøb, hvilket giver muligheder for at lave flere strategiske opkøb. Generelt er der forventninger om, at der udvikles mere bæredygtige løsninger, hvilket har medført et øget fokus på udviklingen af nye, mere bæredygtige transportformer. Dette er vigtigt for branchen, da den skal leve op til både omverdenens forventninger og gældende lovgivning.

Efterspørgslen på disse løsninger stiger, hvilket presser den teknologiske udvikling. For at DSV fortsat kan være konkurrencedygtige, er det afgørende, at de er blandt de førende i denne udvikling. Branchens udvikling er tæt knyttet til efterspørgslen hos slutforbrugerne og på derfor i høj grad af konjunkturudsving samt stigende globalisering. For at navigere i disse dynamiske forhold er det afgørende for virksomheder at udnytte nye og/eller forbedrede handelsaftaler, som kan sikre bedre handelsbetingelser og åbne døren for vækstmuligheder på tværs af markeder.

Konjunkturudsving udgør ikke kun en mulighed, men også en trussel for DSV. Der er desuden et øget fokus på lokal handel, både i relation til bæredygtighed og landenes egne økonomier. Kombinationen af bæredygtighedsfokus og ønsket om at minimere transport af varer over lange afstande på tværs af landegrænser påvirker DSV's aktivitetsniveau negativt. Det stigende fokus på mere bæredygtige transportformer udgør også en trussel for DSV, da det sætter en høj standard, som kan være svær at leve op til – især da DSV ikke selv udfører transporttjenester, men er afhængig af, at deres underleverandører følger udviklingen, eller investerer i de løsninger og idéer, som DSV udvikler. Den geopolitiske (u)stabilitet udgør en stor trussel, da den både påvirker DSV's evne til at opfylde kundernes krav og opretholde aktivitetsniveauet. Konflikten mellem Hamas og Israel, udfordringer med adgang til Suezkanalen, sanktioner mod Rusland som følge af krigen i Ukraine og de geopolitiske spændinger mellem Kina og USA har alle skabt usikkerhed. Disse geopolitiske faktorer udfordrer især divisionen Air & Sea. Derudover kan eventuelle afbrudte eller forværede handelsaftaler udgøre en yderligere trussel for DSV.

3.4 TOWS:

På baggrund af den udarbejdede SWOT ovenfor, har jeg udarbejdet en TOWS-analyse, med formålet om at forstå DSV's strategiske muligheder, med udgangspunkt i deres styrker og svagheder i samspil med deres muligheder og trusler.

Tabel 3.4: TOWS

	Styrker	Svagheder
Muligheder	○ Strategiske opkøb af konkurrenter ○ Mere bæredygtige transportmidler ○ Øge aktiviteten	○ Strategiske opkøb i markedet af konkurrenter/underleverandører ○ Teknologisk udvikling af transportformer
Trusler	○ Mere bæredygtige transportmidler ○ Omstillingsparathed	○ Salg af Air & Sea ○ Øget fokus på bæredygtig transport

Kilde: Egen udviklet

Baseret på DSV's styrker, svagheder og eksterne forhold præsenteres de strategiske handlinger, som selskabet kunne overveje i tabellen ovenfor. De præsenterede strategiske handlinger er godt afstemt med DSV's nuværende strategi. Det er dog vigtigt at bemærke, at de handlinger, der er præsenteret under kombinationen af svagheder og trusler, har til formål at minimere disse svagheder og trusler. Derfor vil disse handlinger kun blive iværksat, hvis der vurderes at være et behov herfor, hvilket ikke anses for at være tilfældet for DSV i øjeblikket. De strategiske opkøb i markedet, som er en del af DSV's nuværende strategi, vurderes at udnytte både styrker, svagheder og muligheder. Blandt andet kan DSV opnå flere stordriftsfordele, få mere kontrol over værdikæden og udnytte deres kompetencer inden for opkøb og implementering. DSV kan udnytte deres stærke position inden for CSR ved at udvikle bæredygtige transportmidler og løsninger, som kombinerer den teknologiske udvikling og åbne op for nye muligheder i branchen. Dette bidrager ligeledes til at imødekomme det øgede fokus på ansvarlighed og bæredygtighed. Asset light modellen hjælper desuden med at sikre, at virksomheden forbliver omstillingsparat, hvilket er vigtigt i den geopolitiske ustabilitet der hersker verden over.

3.5 Konklusion på strategisk analyse:

Analyserne der er foretaget herover af de interne og eksterne forhold, giver det tydelige billede af at de eksterne faktorer i stor grad påvirker selskabet. DSV er dog dygtige til at bruge de interne forhold til at imødekomme disse, som TOWS-analysen. Den geopolitiske (u)stabilitet, konflikter og uroligheder som påvirker samhandlen og de makroøkonomiske forhold og tendenser, vurderes at være eksterne forhold der primært påvirker DSV. Asset light

modellen kommer med både fordele og ulemper for DSV, det har dog til dato været en grundsten i DSV's succes. De seneste år har været præget af Covid-19, eftervirkningerne efter genåbningen, konflikter og krige, hvilket har forårsaget værdikædeforstyrrelser og udsving i markedet, det har i sidste ende resulteret i prisstigninger, hvilket har fået virksomhederne til skulle tænke i alternative løsninger. Det kræves også af branchens aktører at de følger miljølovgivning, og omverdenens forventninger til begrænsning af CO₂-udledning, det er altså vigtigt at DSV er blandt de førende indenfor denne udvikling, for at kunne bibeholde sin markedsandel. Her kommer asset light modellen til sin ret, ved at DSV ikke er bundet af en eller få løsninger, men nemmere kan skifte retning, hvis der bliver udviklet nye og bedre løsninger til at leve op til CO₂ reduktionen mv., det giver dem altså omstillingsparathed. Det stiller dog også væsentlige krav til DSV og deres evne til at samarbejde med underleverandørerne og samarbejdspartnerne, for de kan holde konkurrencedygtige priser og leverer løsninger verden over. For at være nogle de andre vil arbejde med, har de stort fokus på deres ansatte og det image de har udadtil, hvor de er og gerne vil fremstå ansvarlige og med samfundssind. Det er også vigtigt for DSV at kunderne oplever den samme kvalitet og service, uanset hvor i verden og hvilke underleverandører de gør brug af. Den flade struktur, som er en naturlig del af den danske arbejdsmodel, kan være svær at tilpasse i andre lande, men DSV arbejder aktivt for at sikre, at alle medarbejdere får mulighed for personlig og faglig udvikling. Den enlige fokus på priser er et overstået kapitel i transport- og logistikbranchen, derfor er socialt ansvarlighed et vigtigt element for at kunne tiltrække kunder, da service, selskabers ansvarlighed og fokus på mennesker fylder mere og mere for omverdenen. Denne udvikling gavner DSV, da de altid prioriterer kundeservice og finder løsninger, der øger både kundetilfredshed og deres markedsposition.

4 Regnskabsanalyse

I den strategiske analyse er de ikke-finansielle forhold analyseret. Herunder vil de finansielle forhold blive analyseret, dette vil blive gjort med udgangspunkt i årsrapporterne fra 2019-2023 og kvartalsregnskabet for Q3 2024 og Q3 2023. Regnskabsanalysen giver mulighed for at få indsigt i den økonomiske situation i DSV, samt spotte tendenser og vurdere præstationerne. Dette skal hjælpe med at belyse potentialet for fremtidig vækst og DSV's konkurrenceevne. En grundig analyse af nøgletal, finansielle rapporter og strategiske parametre vil kaste lys over DSV's økonomiske stilling og fremtidsperspektiver. Selve årsrapporterne vi benytter, har alle erklæring fra statsautoriseret revisorer fra PWC, som statsautoriseret revisorer fra PWC, som blandt de 4 største revisionshuse i verden. Altså

vurderes regnskaberne at have høj grad af validitet på baggrund heraf. En revisionspåtegning indikerer, at regnskabsprincipperne og revisionsstandarderne er fulgt. Selvom det ikke giver garanti for nøjagtighed, giver det et retvisende billede og styrker tilliden til, at regnskabet ikke indeholder væsentlige fejl.

Jeg har vedlagt bilag 2, med resultatopgørelse for DSV for årsrapporterne 2019 til 2023 og Q3 for 2023 og 2024, samt den beregnede udviklingen for 2019 til 2023 og Q3 2023 til 2024. 2022 er rekordåret hvor DSV opnår den største indtjening på 17.671 m.kr. i perioden, til sammenligning er 2019 det år hvor de oplever lavest indtjening med 3.706 m.kr. De gode resultat skyldes en stigning i omsætningen på 59% i perioden, hvorimod driftsomkostninger stiger med 45-55%. Årets resultat er steget med 235% i perioden, den toppede dog i 2022 og er faldet i 2023, samtidig med at resultat for Q3 i 2024 er 16% lavere end Q3 2023. Der sker en stor stigning i omkostninger og omsætning fra 2020 til 2021, det skyldes i høj grad opkøbet af Global Integrated Logistics i 2021. Opkøbet har været godt for DSV vækst og resultater, det har åbnet for nye markeder i Asien og Mellemøsten. (CVR3, 2022, side 5) Den positive udvikling fortsætter fra 2021 til 2022, med en stigning i indtjeningen på 6,4 mia. kr. Dette skyldes en kombination af eftervirkningerne på Covid-19 og integrationen af Global Integrated Logistics, der går hurtigere end forventet. (CVR4, 2023, side 5) Hvis man ser videre på udviklingen mellem 2022 og 2023, sker der et fald både i omkostninger og omsætning, resultatet falder med over 5,2 mia. kr., hvilket er et fald på 30%. Ledelses vurdering er dog at det var naturligt at der ville ske et fald oven på et ekstraordinært år for branchen. I stedet er vurderingen at vi ser et marked der igen er normaliseret, specielt oven på eftervirkningerne på Covid-19. (DSV5, 2024, side 5) DSV er, som nævnt tidligere, følsom overfor udsving i divisionen Air & Sea, som i år har stået for 60% af omsætningen i frem til og med Q3. I forbindelse med genåbningen blev der opbygget lagerbeholdninger hos kunderne, men markederne har ikke udviklet sig i samme takt, hvilket har ført til, at kunderne nu står med fyldte lagerbeholdninger og har skiftet fokus til at få nedbragt disse. (DSV5, 2024, side 25)

I bilag 3 fremgår 2 tabeller over henholdsvis aktiverne og passiverne. Aktivsummen er steget til 158.326 m.kr. pr. 30.09.2024, som er en stigning på 62% siden 31.12.2019. Opkøbet af Global Integrated Logistics skal ses som den primære årsag hertil. Man kan bl.a. se hvordan goodwill stiger med 27.587 m.kr. fra 2020 til 2021. I samme ombæring sker der også en stor stigning i tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser på 17.331 m.kr. (DSV5, 2024, side 78-

80) Dette ses også med egenkapitalen der i samme periode stiger med 26.708 m.kr., det skyldes at efter opkøbet så bliver Global Integrated Logistics indregnet i DSV's.

Udviklingen vil blive analyseret yderligere herunder.

4.1 Reformulering

Formålet med reformulering af både resultatopgørelse og balancen er at få rensset regnskabsstallene for støj og at vi får adskilt drifts- og finansieringsaktiviteter. Efter reformulering, skulle de nye opgørelse, givet et bedre fokus på de aktiviteter der skaber værdi. (Sørensen, 2022, 213)

4.1.1 Balance

I en almindelig balance skelnes der mellem anlægsaktiver og omsætningsaktiver. Anlægsaktiverne opdeles yderligere i immaterielle, materielle og finansielle aktiver, mens omsætningsaktiverne opdeles i varebeholdninger, tilgodehavender og likvider. Passiverne opdeles i egenkapital samt langfristede og kortfristede gældsforpligtelser. I reformuleringen opdeler vi derimod balancen i drift og finansielle, samt yderligere i anlægs- og arbejdskapital. Reformuleringen af balancen findes i bilag 4.

Arbejdskapital vises i første boks, kortfristede driftsaktiviteter minus kortfristede driftsforpligtelser. Hertil lægges 1% af likviderne til da de klassificeres som driftsaktiv, til at betale de daglige omkostninger. (Sørensen, 2022, 217) Kontraktaktiver hører i kategorien kortfristede driftsaktiver, noten i regnskabet efterlader en del under andre tilgodehavender, her er der taget udgangspunkt i at det er tilgodehavende vedr. ordinær drift. Ligeledes fratrækker vi de forpligtelser der er til servicekontrakter.

Anlægskapital udgøres af materielle og immaterielle driftsaktiver samt øvrige aktiver der vurderes langfristet. Som det også var gældende ved det kortfristet, er der heller ikke en note for langfristede andre tilgodehavende, der taget igen udgangspunkt i den vedr. ordinær drift. Den samlede investeret kapital stemmer til summen af arbejdskapital og anlægskapital – 102.669 m.kr. Det er summen er lån både kort- og langfristet samt leasingforpligtelserne der giver finansielle forpligtelser og den resterende del af likviderne der er de finansielle aktiver.

4.1.2 Resultatopgørelse

Resultatopgørelse reformuleres for at fordele driftsoverskuddet mellem den ordinære drift (core) og de usædvanlige driftsposter. Det vurderes at den ordinære drift består af de tilbagevendende aktiviteter, hvorfor dette gør det nemmere at anvende for at analysere DSV's

rentabilitet i fremtiden. (Sørensen, 2022, 227) I DSV's regnskab er der ikke en note for "hensat til tab på debitorer," den er derfor ikke trukket fra i den ordinære omsætning.

De finansielle omkostninger netto trukket fra det samlede driftsoverskud er lige med totalindkomsten. Minoritetsinteresser fratrækker deres del andel af overskuddet, når man som DSV har sådanne, nederst i bilag 5, ses den total indkomsten for de almindelige aktionærer.

4.2 Dupont - Analyse af nøgletal

Herunder vil der blive brugt den udvidet Dupont model til at analysere de reformulerede produkter, med udgangspunkt i finansielle værdidrivere og egenkapitalforretningen.

(Sørensen, 2022, 286) Som i Dupont modellen starter vi med ROE, forkortelse for egenkapitalforretningen – forretningen af egenkapitalen og derved ejernes afkast. Formlen er:

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst for ordinære aktionære}}{\text{Gns.ordinær egenkapital}}$$

Analysen er herfra delt i 3 forskellige niveauer, som bliver analyseret herunder. Alle nøgletal er beregnet fra regnskabstal fra 2020 til 2023. Kvartalsrapporterne er ikke detaljeret nok, til det vurderes at give mening at benytte disse til beregning af nøgletal.

4.2.1 Niveau 1 – Fordeling af driftsaktivitet, finansieringsaktivitet og den finansielle gearing

I niveau 1 fordeler vi efter værdidriverne, ROE. ROIC, FGEAR, R, SPREAD er det vi opdeler imellem. ROIC = afkast på investeret kapital. FGEAR = finansiell gearing, finansieringskilde og hvordan det påvirker ROE, opgør forskellen herimellem. R = procentuel lånerente. SPREAD = forskel mellem ROIC og R. Dette giver en ny formel for ROE:

$$ROE = ROIC + (FGEAR * (ROIC - R))$$

Niveauet for ROE topper i 2022 med 25,6%, men har været på et svingende niveau fra 2020. Samlet er den mere en tredoblet fra 2020 til 2023. Den største stigning findes fra 2020 til 2021, hvor den stiger med 354%, stigningen skyldes en kombination af faldet i r og stigningen i ROIC. Det skal ses i lyset af opkøbet af Global Integrated Logistics der blev opkøbt, som øgede egenkapitalen og gav et bedre resultat i 2021. Faldet der opstår fra 2022 til 2023, skyldes blandt andet det faldende aktivitetsniveau samt at 2022 var et ekstraordinært godt år, med virkelig gode forhold for branchens aktører. Faldet er derfor forventet, ifm. en normalisering af markedet og ikke noget der vurderes truende for selskabet og des ejere. Stigningen i perioden, skyldes stigning i ROIC, r og FGEAR. Hvilket betyder at DSV er

lykkedes med at udnytte deres ressourcer bedre samt at lånerenten er faldet, hvilket påvirker ROE positivt. Stigningen i FGEAR viser at man i 2023 for hver 1 kr. egenkapital har 0,45 kr. gæld, så længe SPRED er positivt, er stigningen positiv. Som man kan se, var SPREAD i 2020 negativ, hvorfor man ikke tjente penge på gælden. I 2023 er SPREAD positiv, hvorfor man tjener penge på gælden.

Tabel 4.2.1: Niveau 1 – Fordeling af ROE

Niveau 1: Opdeling af ROE	2023	2022	2021	2020
ROE	16,1%	25,6%	23,0%	5,1%
ROIC	13,4%	18,3%	15,2%	8,8%
FGEAR	0,45	0,39	0,38	0,37
r	7,2%	-0,4%	-5,5%	18,7%
SPREAD	6,2%	18,6%	20,7%	-10,0%

Kilde: Egen udviklet

4.2.2 Niveau 2 – ROIC dekomponeres

I niveau 2 fordeler vi ROIC mellem overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. Det giver følgende formel:

$$ROIC = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gns. netto driftsaktiver}} = \left(\frac{\text{Samlet DO}}{\text{nettoomsætning}} \right) * \left(\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}} \right)$$

$$ROIC = \text{Overskudsgrade} * \text{omsætningshastighed}$$

ROIC er samlet set steget fra 2020 til 2023, stigningen er for den samlede periode på 53%. Den største stigning er fra 2020 til 2021, som vi også nævnte ovenfor. Stigningen fra 2020 til 2023, skyldes en stigning i overskudsgraden, samtidig er der sket et fald i aktivernes omsætning hastighed, men den falder mindre end stigningen i overskudsgraden, som giver stigningen ROIC. Overskudsgraden stiger over perioden med 80,6%, dette er en klar forbedring af DSV evne til at skabe et overskud, som også kommer af det store fokus på omkostningsoptimering. Generelt kan stigningen fra 2021 til 2023 ses i sammenhæng med at DSV har haft mulighed for at hæve fragtpriiserne, uden at omkostninger ved fragt har haft samme stigning, dette har været et billede af den øgede risiko. Aktivernes omsætningshastighed (AOH) og 1/aktivernes omsætningshastighed (1/AOH) er begge svingende i perioden. Samlet stiger 1/AOH med 0,11 i perioden på trods af at AOH falder, det skyldes at overskudsgraden stiger mere, og at omsætningen stiger ift. hver krone der er investeret i aktiver. 1/AOH falder fra 2020 til 2021, dette skal ses i sammenhæng med opkøbet af Global Integrated Logistics, da det tilførte flere aktiver i DSV. Dette er

forventeligt, da et opkøb kræver en periode til at få det maksimale ud af de nye aktiver omsætningsmæssigt. Derfor vurderes det ikke at være negativt i dette tilfælde, at der sker et fald, men med forventning om at faldet på kort sigt, medføre forbedrede resultater på lang sigt.

Tabel 4.2.2: Niveau 2 – Fordeling af ROIC

Niveau 2: Opdeling af ROIC	2023	2022	2021	2020
ROIC	13,4%	18,3%	15,2%	8,8%
Overskudsgrad	9,1%	7,9%	7,0%	5,0%
Aktivernes omsætningshastighed	1,47	2,31	2,17	1,74
1/Aktivernes omsætningshastighed	0,68	0,43	0,46	0,57

Kilde: Egen udviklet

Med forretningsmodellen DSV har med asset light, vurderes det at give god mening at man har en relativ høj omsætningshastighed samtidig med at overskudsgraden er relativ lav, da DSV's aktivsum ikke er høj. I stedet bruges der underleverandører som er mere omkostningstungt, men giver nogle andre mulighed for omstillingsparathed.

4.2.3 Niveau 3 – Overskudsgrad og omsætningshastighed analyseres

I niveau 3 dykkes der længere ned i resultatet og årsagen hertil, det gør vi ved at analysere overskudsgrad og omsætningshastighed.

$$EBITDA - \text{margin} = \frac{\text{Nettoomsætning} - \text{driftsomkostninger}}{\text{Nettoomsætning}}$$

EBITDA giver et billede af overskudsgraden af de ordinære salg, dvs. inden skat, afskrivninger og renter. Som vi kan se nedenfor, er den steget fra 11,2% til 14,8% i 2023. Hvilket er et resultat af man har holdt de direkte omkostninger nede, derved draget fordel af sin stordrift. Hvis vi ser på EBIT-margin, så er denne steget fra 7,7% til 11,2%. Dette er et billede af overskudsgraden før skat og renter, men efter afskrivninger. At denne procentuelt stiger mere end EBITDA-marginen, er fordi afskrivninger, ikke er steget i samme grad som omsætningen, dette skyldes asset light modellen.

NOPAT-margin viser lønsomheden for driftsaktiviteterne – det vi har kaldt coreomsætningen. Derudover er der beregnet nøgletal på baggrund af core andet driftsoverskud og usædvanlige poster. NOPAT-marginen er steget med 46,1%, hvilket er noget mindre end den samlede overskudsgrad der er steget med 80,6%, årsagen hertil skal findes i at selvom indtjeningen er negativ for usædvanlige poster i alle år, er den faldet fra -1,5% til -0,2%, hvilket svarer til et fald på 88,5%. Usædvanlige poster er en svær post at analysere på, noterne i regnskabet

fortæller der bl.a. indgår integration og rekonstruktion. Op til opkøb og kort efter, vurderes det at være naturligt denne er højere, hvorfor det også må forventes at den stiger igen i 2024, i forbindelse med opkøbet af DB Schenker.

Tabel 4.2.3: Niveau 3 – Fordeling af OG

Niveau 3: Opdeling af OG og 1/AOH	2023	2022	2021	2020
Opdeling af OG				
EBITDA-margin	14,8%	12,5%	10,9%	11,2%
EBIT-margin	11,2%	10,3%	8,6%	7,7%
NOPAT-margin	8,7%	8,0%	6,7%	5,9%
Core andet driftsoverskud/nettoomsætning	0,6%	0,4%	0,3%	0,5%
Usædvanlige driftsposter/nettoomsætning	-0,2%	-0,5%	0,0%	-1,5%
Samlet OG	9,1%	7,9%	7,0%	5,0%

Kilde: Egen udviklet

Den anden faktor der påvirker ROIC er aktivernes omsætningshastighed (AOH). I tabellen herunder ser vi nærmere på arbejdskapitalen og anlægskapitalen. Vi analyserer dette for at blive klogere på hvorvidt DSV er gode til at tilpasse og styrer kapitalen der er investeret. I 2023 er omsætningshastigheden samlet 0,61, som betyder at for hver krone DSV omsætter for, har de aktiver for 0,61 kr. Man kan se at den næsten er uændret fra 2020 til 2023, tager man et decimal mere på, viser det sig der er en stigning på 0,002, dog har den været faldet både i 2021 og 2022, dette er blevet forklaret tidligere med opkøbet af Global Integrated Logistics, hvilket giver en naturlig periode til tilpasning.

Tabel 4.2.3 (1): Niveau 3 – Fordeling af AOH

Opdeling af 1/AOH	2023	2022	2021	2020
Varebeholdning	0,02	0,00	0,00	0,01
Tilgodehavender fra salg	0,12	0,19	0,24	0,20
Andre kortfristede driftsaktiver, netto	-0,09	-0,07	-0,06	-0,07
Leverandørgæld	0,09	0,07	0,07	0,09
Arbejdskapital	-0,05	0,06	0,11	0,05
Langfristede immaterielle aktiver	0,52	0,33	0,34	0,44
Langfristede materielle aktiver	0,14	0,09	0,09	0,12
Andre langfristede driftsaktiver, netto	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlægskapital	0,66	0,42	0,44	0,56
Nettodriftsaktiver	0,61	0,48	0,55	0,61

Kilde: Egen udviklet

Når vi analyserer dybere, kan vi se at arbejdskapitalen er faldet i perioden fra 0,05 til -0,05. Omsætningshastigheden er steget på varebeholdningen men faldet på tilgodehavende fra salg.

Med faldet i tilgodehavende fra salg, må det konstateres at DSV er blevet bedre til at opkræve betaling hos kunderne, forretningsgangene herfor er altså blevet mere effektive.

Varebeholdningen er steget fra 0,01 til 0,02, varebeholdningen er bestående af ejendomme under udvikling, med videresalg for øjemed. Dette er ikke blandt kernekompetencerne, hvorfor der ikke er bundet mange aktiver heri – kun 0,02 kr. pr. omsatte krone. Den er dog steget med hvad der svarer til 73,5%. Stigningen skyldes primært nye projekter der igangsæt med ejendomme i asien Singapore, Shanghai og Mumbai. (DSV5, 2024, side 30)

Anlægskapitalen stiger med 0,1 fra 0,56 til 0,66 fra 2020 til 2023. Det giver en stigning på 17,8% flere langfristede aktiver bundet. Den stigning er primært henført til de immaterielle aktiver, som er goodwill opstået i forbindelse med opkøb.

4.3 Common-size analyse

For at kunne udarbejde en værdiansættelse, vurderes det at være relevant at sammenholde DSV med et par konkurrenter i samme størrelsesorden. I den forbindelse kigger vi nærmere på DHL og Kuehne + Nagel. De er ikke helt lige store, hvorfor common-size, vurderes at være bedste model til sammenholdelsen.

Analysen foretages pba. regnskabsposterne størrelse ift. omsætningen. Hvor Kuehne + Nagel har en meget sammenlignelig forretningsmodel, er DHL's en anden. DHL har udover de samme forretningsområder som DSV også post- og Express forretning, med levering af breve, pakker og lignende til private og virksomheder. Det er forskellige krav og forventninger til de forskellige brancher som DHL befinder sig i, da de tilgængelige og offentlige data ikke giver mulighed for at opdele DHL's aktiviteter, laves analysen på totalniveau. Det giver en lidt skæv sammenligning, men det vurderes stadig som værende relevant.

Nedenfor ses det at DSV slår sine 2 konkurrenter målt på resultat af omsætningen. Hvis man stopper op og ser nærmere på bruttofortjenesten, er der stor forskel på DSV og DHL, hvor DSV allerede er ned på 29% af omsætningen og DHL er på 53%, dette skal ses i sammenhæng med den forskel der er på forretningsmodellerne, hvor DSV benytter sig af asset-light, benytter DHL sig af egne anlægsaktiver samt de flere brancher de befinder sig i, hvilket gør at de kan holde omkostningerne nede. Dette udlignes så af de højere omkostninger til administration og andre eksterne samt afskrivninger. DHL omsætter for mindst pr. medarbejder med 1,03 m.kr., hvorimod Kuehne & Nagel omsætter for mest med

2,37 m.kr., her placere DSV sig imellem med 2.04 m.kr. pr. medarbejder. DSV skaber det største resultat pr. medarbejder med 0,17 m.kr.

Analysen viser at DSV klarer sig bedre mål i procent på bundlinjen end konkurrenterne på trods af lavere omsætning.

Tabel 4.3: Common-size analyse

2023	DSV		DHL		Kuehne & Nagel	
	m.DKK		m.EUR.		m.CHF	
Nettoomsætning	149.916	100%	81.758	100%	23.849	100%
Andre driftsindtægter	869	1%	2.952	4%	0	0%
Produktionsomkostninger	-106.967	-71%	-41.663	-51%	-15.062	-63%
Bruttofortjeneste	43.818	29%	43.047	53%	8.787	37%
Andre eksterne omkostninger	-4.838	-3%	-5.248	-6%	-4.866	-20%
Administrationsomkostninger	-15.983	-11%	-26.977	-33%	-1.243	-5%
Driftsresultat	22.997	15%	10.822	13%	2.678	11%
Afskrivninger	-5.274	-4%	-4.477	-5%	-775	-3%
EBIT	17.723	12%	6.345	8%	1.903	8%
Finansielle indtægter	473	0%	409	1%	78	0%
Finansielle omkostninger	-1.706	-1%	-1.238	-2%	-25	0%
Resultat før skat	16.490	11%	5.516	7%	1.956	8%
Udgift til indkomstskat	-4.083	-3%	-1.581	-2%	-492	-2%
Årets nettoresultat	12.407	8%	3.935	5%	1.464	6%
Antal ansatte	73.577		589.109		80.983	
Nettoomsætning i DKK	149.916,00 DKK		609.334,20 DKK		191.948,68 DKK	
Omsætning pr. ansat	2,04		1,03		2,37	
Resultat pr. ansat	0,17		0,05		0,15	

Kilde: Egen udviklet med data fra (DSV5, 2024) (KN, 2024) (DHL, 2024)

4.4 Konklusion på regnskabsanalyse

Den udarbejdede regnskabsanalyse viser at DSV har været i en kraftig vækst over de sidste 5 år, hvilket primært er drevet af opkøb. Med et stærkt fokus på hurtig og effektiv implementering af opkøbte aktiviteter, hvilket har medført en effektiv omkostningstilpasning. Ser man alene på 2023 har der været en negativ udvikling, men når vi ser dybere, er der tegn på at der frem mod Q3 2024, er voksende omsætning igen, uden at resultatet dog helt følger med. Set over hele perioden har DSV oplevet vækst over hele linjen. I Q3 2024 har DSV præsenteret opkøbet af DB Schenker, som de overtager i Q2 2025. Analysen af common-size viser, at DSV er lidt bedre end sine konkurrenter, når det gælder om at skabe overskud af omsætningen, selvom forskellen ikke er markant. På baggrund af den strategiske analyse samt den økonomiske udvikling udarbejdes der et budget i en 5-årig periode.

5 Budgettering

Den værdiskabelse, DSV skaber for ejerne, som baserer sig på finansiering- og driftsaktiviteter, er analyseret i regnskabsanalysen ovenfor. Det er essentielt at udarbejde et budget med udgangspunkt i disse analyser, for at DSV' værdiskabelse kan blive vurderet. (Sørensen, 2022, side 321) Proforma opgørelser udarbejdes baseret på sammendragelse af regnskabsposter, som pengestrømme, overskud og aktiver. Der udarbejdes budgettering for de næste 5 år (2024 til 2028), hvilket er med udgangspunkt i de historiske tal vi har analyseret for perioden 2019 til 2023. Budgetperioden er valgt, grundet branchen der er konkurrencepræget og moden, hvor det er vanskeligt at differentiere sig. Vækstmulighederne er desuden meget følsomme overfor konjunkturudsving samt ændringer i udbud og efterspørgsel. Konjunkturudsving og pludselige ændringer i udbud og efterspørgsel, vil oftest resultere i overskudsgrader og vækstrater der ændrer sig fra de forventede niveauer. Derfor vurderes flere år ikke at bidrage yderligere til budgetteringen. (Sørensen, 2022, side 324)

Aktivitetsniveauet der er forventet er udgangspunktet for beregningerne, salgsdreventilgang, er med andre ord tilgangen til proforma opgørelserne. (Sørensen, 2022, side 326)

Årsrapporten fra DSV for 2023 forudser et fald i omsætningen i 2024. (DSV5, 2024) Dog fremgår det af kvartalsregnskabet for Q3 2024, at omsætningen for årets første ni måneder ligger foran niveauet for samme periode sidste år. (CVR2, 2024) På baggrund heraf har jeg forventet en stigning på 1% i 2024. Det forventes, at handlen med DB Schenker gennemføres i 2. kvartal 2025. På den baggrund antages det, at DB Schenker vil bidrage til DSV's resultater i de sidste tre kvartaler af 2025. I 2023 udgjorde DB Schenker's omsætning 142 milliarder kroner, mens DSV's omsætning var 149 milliarder kroner. Den samlede omsætning forventes at stige med cirka 60% i 2025, baseret på opkøbet og den løbende forretningsudvikling. Ved fuld integration af DB Schenker forventes DSV at kunne opnå en fordobling af den samlede omsætning. Dog vurderes det, at en del af denne vækst først vil blive realiseret efter integrationen, er fuldt gennemført. I 2026 forventes den resterende vækst, der svarer til en stigning på 25%, at blive opnået, hvilket vil fuldende fordoblingen i omsætningen. Herefter forventes det at omsætningen vil stabilisere sig på en stigning på 3% i 2027 og 2028. I terminalperioden forventes stigningen at være på niveau med udviklingen i BNP, som sættes til 2%. Der budgetteres med en stigning på 1% i EBIT-marginen årligt, med undtagelse af det første år, hvor denne forventes at stige med 6%, til det niveau DSV selv forventer, hvor 2024 indtil nu har været under niveau. Dette gøres med udgangspunkt i at

DSV hele tiden er i udvikling og skab nye og forbedrede løsninger, som også er med henblik på at omkostningsoptimere. I bilag 6 findes forudsætningerne for budgettet og proforma opgørelserne, disse danner grundlag for værdiansættelsen herunder.

6 Værdiansættelse

Herunder vil DSV A/S bliver værdiansat. Det kræver kendskabs til omverdenen og selskabet, for at kunne beregne værdien. Vi har opnået dette gennem de analyser der er foretaget ovenfor af de eksterne, interne og finansielle forhold. Til værdiansættelsen er benyttet DCF modellen, herunder er delkomponenterne gennemgået.

6.1 WACC

I DCF-modellen er WACC væsentlig for beregningen i dansk tale de vægtede gennemsnitlige kapacitetsomkostninger. Man bruger WACC som diskonteringsfaktor, formelen er:

$$WACC = \left(\frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e \right) + \left(\frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g \right)$$

$$\frac{V_0^E}{V_0^{EV}} = \text{Gns. egenkapitalandel} \quad \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} = \text{Gns. netto finansielle forpligtelser andel}$$

$$r_e = \text{Ejernes afkastkrav} \quad r_g = \text{Lånerente efter skat}$$

6.1.1 Kapitalstruktur

Gns. egenkapitalandel (gns. EK) og gns. netto finansielle forpligtelser andel (gns. NFF) er nødvendige for beregningen af WACC. Disse gennemsnit findes ved at tage egenkapital og netto finansielle forpligtelser som hver især divideres med summen af egenkapitalen og netto finansielle forpligtelser. For at finde gennemsnittet tager vi summen af alle perioderne i analysen og dividere med antallet af år i analyseperioden. Det giver følgende, 71,35% i gns. EK og 28,65% i gns. NFF. Se bilag 7 for beregninger.

6.1.2 Afkastkrav fra ejerne

Afkastkrav fra ejerne, er renten som ejerne kræver at få for deres investering. Da egenkapitalen udgør en stor andel af finansieringen i DSV, det betyder at i WACC er dette nøgletal i driveren der er størst. For at finde nøgletallet er der følgende formel:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

$$r_e = \text{Ejernes afkastkrav} \quad r_f = \text{Risikofri rente} \quad [E(r_m) - r_f] = \text{Markedets risikopræmie}$$

$$\beta = \text{Beta systematisk risiko} \quad E(r_m) = \text{Afkastet som forventes ved investering i markedsporteføljen}$$

Risikofri rente er den rente man kan forvente at få upågtet investeringen. Der tages udgangspunkt i statsobligationen på 10-årigt niveau, for at finde den renten. Vi har lavet

udtræk fra Danmarksstatistik. For at få et mere reelt billede har vi taget summen for de første 10 måneder af året og divideret med 10 – hvilket giver 2,27%. Se bilag 8.

Beta, der udtrykker den selskabsspecifikke risiko, kan beregnes ved forskellige metoder. I denne analyse er der anvendt både en regressionsanalyse og en benchmark fra Damodaran. Da tidligere analyser har anvendt en 5-årig periode, er der først gennemført en regressionsanalyse, der sammenligner DSV's aktie med C25-indekset. Resultatet af denne analyse, som fremgår af bilag 9, viser en Beta på 1,1825, hvilket indikerer, at investorerne har vurderet en lidt højere risiko forbundet med DSV-aktien set ift. C25-indekset i perioden. Imidlertid vurderes det, at en 3-årig periode er mere relevant for regressionsanalysen, da DSV har oplevet betydelige udsving i perioden. Bilag 10 viser, at Beta over de seneste 3 år beregnes til 1,1863. Denne forskel mellem de to Beta-værdier antyder, at investorer over tid har tillagt aktien minimalt mindre risiko. Beta på 1, afspejler at risikoen er på niveau med markedsrisikoen. På trods af DSV historisk har givet et større afkast, påvirkes investorerne af rationelle og irrationelle faktorer som forventninger og frygt. Udover den historiske risiko, afspejles branchen også af usikkerhed omkring den geopolitiske situation, som påvirker verdenshandlen. Hvorfor det må skulle tillægges en ekstra risiko. Der er pba. dette udarbejdet en benchmark analyse som tager udgangspunkt i Beta værdierne fra Damodarans, her har vi taget transport og lufttransport, her korrigeres for forholdet mellem gns. EK og gns. NFF, samt den effektive skatterate på 24%. Dette er beregnet i bilag 11 og giver 1,0133 i gns. Beta. På baggrund af beregning og benchmark vurderes 1,20 som et retvisende Beta for den selskabsspecifikke risiko for DSV, derfor benytter vi denne til beregningen.

Markedets risikopræmie er vi kommet frem til ved at se på analyser af markedet på et globalt plan, vi har vurderet at dette er mere tilstrækkeligt, for et selskab som DSV, der operer i store dele af verden, og ikke kun se på danske analyser af markedet. Jf. bilag 12 er gennemsnittet 10,35%

Nu kan vi beregne afkastkravet for ejerne:

$$r_e = 2,27\% + 1,20 * 10,35\% = 14,69\%$$

6.1.3 Lånerenten

Lånerenten er en anden måde at sige det rente som man som selskab kan låne penge til.

Følgende er formelen herfor:

$$r_g = (r_f + r_s) * (1 - t_s)$$

$$r_f = \text{Risikofri rente} \quad r_s = \text{Risikotillæg(selskabsspecifikt)} \quad t_s = \text{Selskabsskatteprocent}$$

Risikotillægget beregnet på baggrund af gns. netto finansielle omkostning divideret med netto finansielle forpligtelser, hvilket giver 3,59%. Vi bruger skatteprocenten i Danmark til beregningen som er 22%. Vi er tidligere kommet frem til den risikofri rente er 2,27%.

Det giver følgende:

$$r_g = (2,27\% + 3,59\%) * (1 - 22\%) = 4,5708\%$$

6.1.4 WACC

Vi har nu beregnet og fastsat de forskellige komponenter, så vi kan beregne WACC.

$$WACC = (71,35\% * 14,69\%) + (28,65 * 4,5708\%) = 11,79\%$$

Den foretagne beregning af WACC giver 11,79%, som derved benyttes i DCF-modellen som diskonteringsfaktor.

6.2 DCF-modellen

På baggrund af de budgetterede tal, bruges DCF-modellen til at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme, hvor WACC benyttes som diskonteringsfaktor. Ved at man fratrækker driftsoverskuddet i alle budgetterede år fra NDA, findes det frie cash flow. For at finde det frie cash flows nutidsværdi, divideres 1 tillagt WACC opløftet i 1 for år 1, 2 for år 2 osv. Terminalperiodens nutidsværdi beregnes ved at dividere det frie cash flow for år 2029 med WACC herefter trækker man salgsvækstraten fra. Herefter dividerer man med 1 tillagt WACC som opløftet i hvor langt ud i fremtiden terminalperioden er, her altså 5 år. Det giver følgende formel.

$$V_0^{EV} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{t+1}}{(WACC - g)(1+WACC)^t} - NNF_0$$

I bilag 13 er DCF-modellen specificeret, sammendrag er indsat her:

$$V_0^{EV} = (67.026,10 + 348.081,83) - 33.702,52 = 381.405,41$$

Der er 245.444.523 aktier i DSV. Baseret på de 219.000.000 jf. seneste regnskab, og de ny udstedte aktier i oktober, hvor der er udstedt 26.444.523. For at finde ud af hvad beregningen betyder hver enkelt aktie er værd dividere vi resultatet med antallet af aktier. Det giver en beregnet aktiepris på 1.553,94 kr., til sammenligning var aktiekursen pr. lukkedag 06.12.2024

1.524 kr., (bilag 14) altså vurderes det at børsværdien er undervurderet med 29,94 kr. ift. den beregnede børsværdi.

7 Følsomhedsanalyse

DSV operer på et marked det i høj grad er påvirket af en række forskellige eksterne faktorer. For at tage forbehold for nogle af de eksterne faktorer som kan påvirke både positivt og negativt, udarbejdes en følsomhedsanalyse. I bilag 13 fremgår budgettet vi kom frem til i afsnit 5. Herudover har vi baseret på vores kendskabs udarbejdet et budget hvor der en svag økonomi dette har vi kaldt worst case og så har vi udarbejdet et budget med stærk økonomi, kaldt best case. I worst case scenariet er antagelsen, at salgsvæksten bliver lavere end i det oprindelige case scenarie. For 2024 forventes salgsvæksten i stedet at 0 %, hvilket indikerer, at resten af året vil udvikle sig dårligere end tidligere vurderet. I 2025 og 2026 vurderes integrationen af opkøbet af DB Schenker at forløbe langsommere og med mindre succes end forventet. Samtidig forventes markedet ikke at bidrage væsentligt med positive impulser. Terminalperiodens vækstrate justeres derfor ned til 1%. I best case scenariet er antagelsen det modsatte, at salgsvæksten bliver større end i det oprindelige case scenarie. For 2024 forventes i stedet en stigning på 2%, hvilket betyder årets sidste kvartal blive bedre end først antaget. Integrationen af DB Schenker går bedre samtidig med markedet bidrager med positive impulser, hvorfor stigningen i 2025 bliver bedre samtidig med at vi fastholder stigningen i 2026. I 2027 og 2028 forventes markedet at bidrage med en større stigning i først antaget. Terminalperiodens vækstrate justeres derfor op til 3%. Scenarierne giver en værdiansættelse pr. aktie på 246 kr. højere i best case og 242 kr. lavere i worst case.

Tabel 7: Ændring i salgsvækstraten og terminalværdien

Senarie	Forklaring	Terminalværdi	Værdiansættelse
Base case	Normal økonomi	2,00%	1.553,94
Worst case	Svag økonomi	1,00%	1.311,77
Best case	Stærk økonomi	3,00%	1.800,02

Kilde: Egen udviklet med udgangspunkt i bilag 15+16

Foruden budgetteringen har det også stor påvirkning på værdiansættelse hvad WACC beregnes til, da denne har skønsbaseret elementer, foretages der også følsomhedsanalyse herpå. +/- 1% i WACC bruges til denne analyse.

Tabel 7 (1): Ændring i WACC

Senarie	Forklaring	WACC	Værdiansættelse
Base case	Normal økonomi	11,79%	1.553,94
Worst case	Svag økonomi	12,79%	1.356,54
Best case	Stærk økonomi	10,79%	1.798,59

Kilde: Egen udviklet med udgangspunkt i bilag 15+16

Skønnet der er mest væsentligt i WACC er markedsrisikoen og BETA. Derfor vurderes det at være forudsætningerne som der er størst usikkerhed forbundet med i forbindelse med værdiansættelsen. Analysen viser 197 til 245 kroners sving ved ændringerne i WACC.

8 Konklusion

Hvad er DSV's estimerede værdi baseret på en teoretisk værdiansættelse og afspejler den nuværende børsværdi denne teoretiske værdi?

Den teoretiske værdi kan ikke beregnes uden at vi har et dybt kendskab til DSV's eksterne og interne forhold, den strategiske analyse har givet os netop dette. Analyserne viser, at DSV opererer i en branche stærkt påvirket af samfundsøkonomiske forhold, særligt verdenshandelens aktivitetsniveau. Eksterne faktorer som kundernes krav om bæredygtighed og de geopolitiske ustabilitet spiller en væsentlig rolle. Branchen er afhængig af teknologisk innovation for at imødekomme kundernes forventninger til miljøvenlige løsninger, genbrug og effektivitet. Samtidig presser lovgivning med afgifter og reguleringer virksomhederne til konstant udvikling i en sektor med et tungt klimaaftryk.

Den geopolitiske ustabilitet har gennemgribende effekt på ikke kun branchen, men hele verdensøkonomien. Konflikter, politisk uro og krig, såsom sanktioner mod Rusland og Suezkanalens lukning, skaber både tabte markeder og højere omkostninger. Derfor kræver det, at DSV konstant er omstillingsparate ved at reagere fleksibelt og tilpasse sig uforudsete ændringer.

De interne analyser om DSV viser at det har været afgørende for selskabet af det har været gode til at omstiller og tilpasse sig efterspørgslen på markedet effektivt. Dette har de kunne grundet forretningsmodellen, asset light, som gør at de ikke har bundet deres økonomi og ressourcer i tunge anlægsaktiver. Hvorfor de har haft mulighed for at benytte sig af de underleverandører med de bedste løsninger på markedet og opnå de bedste priser ved at benytte deres stordrift. Der er dog også ulemper forbundet med forretningsmodellen, det giver bl.a. højere direkte omkostninger og man udnytter ikke stordriftsfordelene på selv

transporten, til gengæld giver det økonomi der er frigivet til bl.a. opkøb, hvilket DSV historisk har haft stor succes med, som også er en stor del af årsagen til deres hidtidige vækst. Seneste opkøb der er præsenteret og forventes endeligt i 2025, er opkøbet af DB Schenker. Det er et vigtigt element af deres værdiskabelse at være effektive til implementering og integration af nye opkøb, hvilket sker med asset light tilgangen. Fokus forbliver på servicen og de ansatte, som er de vigtigste faktorer som for kunderne skaber værdi. De sætter mennesker først med deres værdibaserede ledelsesstil, da den individuelle udvikling anses som en nøgle til selskabets succes og til at tilbyde kunderne service af højeste kvalitet.

Som en af verdens største transport- og logistikelskaber har DSV effektivt tilpasset sig de makroøkonomiske faktorer og branchetrends. Selskabet har opnået kundernes tillid gennem ansvarlighed og høj integritet, hvilket giver dem en stærk position på markedet. Deres forretningsstrategi, der fokuserer på opkøb, drager fordel af at have minimal kapital bundet i aktiver. Analyserne viser, at DSV bør holde fast i nuværende strategi og have fokus på integrationen af DB Schenker og herefter yderligere opkøb i markedet.

På baggrund heraf har vi fået et dybdegående kendskab til DSV, som vi har brugt til at udarbejde et budget på en 5-årig periode. Der viser at DSV forventer en lille stigning i 2024, efter normaliseret marked i 2023 oven på et historisk år i 2023. I 2025 og 2026 forventes opkøbet af DB Schenker for alvor at ramme DSV og resulterer i en fordobling af omsætningen. Herefter forventes der en mindre stigning i de følgende år. Vi har ligeledes kunne konkludere at DSV har stort fokus på omkostningsoptimering, og dermed forventninger om at kunne optimere EBIT-marginen. WACC skal benyttes for at kunne beregne den teoretiske værdi, denne har vi beregnet til 11,79%, denne i samspil med det fastsatte budget, giver en værdiansættelse på 1.553,94 kr. pr. aktie, hvilket er 29,94 kr. højere end den faktiske værdi pr. 06.12.2024, som er 1524,00 kr. pr. aktie. Der kan være mange årsager til forskellen, selvom du kun er på ca. 2%, det må forventes at investeringens risiko som indgår i WACC er en del af årsagen hertil. Derfor må det antages at opgaven bygger på en lavere risiko som resulterer i en højere værdiansættelse, end den risiko markedet mener der er. Beregningerne af følsomheden, viser at selv små udsving i vækstraten for salget og WACC vil resultere i store udsving i værdiansættelsen. Værdiansættelsen viser altså at aktien er undervurderet med 29.94 kr., hvilket vil betyde at det vurderes at være en god investering på nuværende tidspunkt. Foruden opkøbet af DB Schenker tages der ikke forbehold for yderligere opkøb i beregningerne, hvilket vil kunne give en større mulighed for vækst.

9 Perspektivering

Jeg har bygget denne opgave ved brug af sekundære kilder, herunder DSV's årsrapporter og egen hjemmeside. Da dette materiale er udarbejdet af selskabet selv, skal det vurderes med en vis skepsis, da svagheder kan være underbelyste eller udeladt. Et eksempel på dette er DSV's kommunikation om diversitet, ligestilling og medarbejdertrivsel, som DSV præsenterer som deres kerneværdier. Danmarks største investor, ATP, påpegede i maj 2024, at DSV og andre transportvirksomheder mangler kvinder i topledelsen, DSV fremhæver selv i artiklen at kvinder udgør 34% af lederne i DSV. (ATP, 2024) Dette kan skade DSV's omdømme i en tid, hvor kunder kræver større fokus på diversitet. Begrænsningen ved udelukkende at anvende interne data er, at svagheder overses, hvilket kunne undgås ved brug af primære data og dybere brancheindsigt.

Værdiansættelsen, der er baseret på skøn for budget og WACC, medfører usikkerhed, men vurderes troværdig, på baggrund af begrundelser og sandsynliggørelse, og kan fungere som en vejledning for investorer.

10 Kildefortegnelse

Bøger:

(Voxsted, 2021) – Voxsted, S., 2021, Valg der skaber viden – om samfundsvidenskabelige metoder.”, Hans Reitzels forlag, 2. udgave, 1. oplag.

(Sørensen, 2022) – Sørensen, Ole, 2022, ”Strategi i vindervirksomheder. 2023”, Jyllands-Postens Forlag, 8. udgave 1. oplag

Hjemmesider og artikler:

(DSV1, n.d.) - Milepæle, [DSV - milepæle gennem tiden | DSV](#), 2024 (01-12-2024).

(Nordea, n.d.) - Hvad er OMX C25? En intro til det danske indeks, [Hvad er OMX C25? En intro for begyndere | Nordea](#), 2024 (01-12-2024)

(CVR1, n.d.) – DSV A/S, [Enhedsvisning](#), (08-12-2024)

(DSV2, n.d.) - Destinationer, [Fragt til og fra dine markeder | DSV](#), 2024 (01-12-2024)

(Porsmose, 2024) - Emilie Porsmose, 2024, ”Beskidte tricks og trusler om tæv: Verdens største transportfirma fik en farverig begyndelse”, fagbladet 3F, (01-12-2024) [Beskidte tricks og trusler om tæv: Verdens største transportfirma fik en farverig begyndelse - Fagbladet3f](#)

(DSV3, n.d.) - Virksomhedsstruktur, [Virksomhedsstruktur | DSV](#), 2024 (01-12-2024)

(DSV4, 2022) – Krig i Ukraine: Stop for transport til Rusland og Belarus, [Stop for transport til Rusland og Belarus | DSV](#), 2024 (01-12-2024)

(DSV5, 2024) Annual Report 2023, Keeping supply chains flowing, [Annual Report 2023](#), 2024 (01-12-2024)

(Holmstad, 2024) - Dag Holmstad, 2024, “132 gange er skibe i Det Røde Hav og Adenbugten blevet angrebet”, ShippingWatch, (01-12-2024) [132 gange er skibe i Det Røde Hav og Adenbugten blevet angrebet](#)

(European Commission, n.d.) Transport themes, [Transport themes - European Commission](#), 2024 (01-12-2024)

(WTO, 2024) - Global Trade Outlook, [trade_outlook24_e.pdf](#), 2024 (01-12-2024)

(Sydinvest, 2024) - Investér I fremtidens løsninger, [si-brochure-megatrends-2024.pdf](#), 2024 (01-12-2024)

(Danske speditører, 2024) - Chaufførmangel i Europa anno 2024, [Chaufførmangel i Europa anno 2024 – Danske Speditører](#), 2024 (01-12-2024)

(Dansk Industri, n.d.) - Forstå Internet of Things (IoT), [Hvad er IoT? - DI](#), 2024 (01-12-2024)

(Rådet for grøn omstilling, 2024) - Fremskrivning af antallet af elektriske lastbiler i Danmark, [Notat-om-fremskrivning-af-el-lastbiler-i-Danmark.pdf](#), 2024 (01-12-2024)

- (SKM, 2023) - Ny aftale om kilometerbaseret vejafgift for lastbiler gør Danmark grønnere, [Ny aftale om kilometerbaseret vejafgift for lastbiler gør Danmark grønnere | Skatteministeriet](#), 2024 (01-12-2024)
- (DSV6, n.d.) Partnere og underleverandører, [Partnere og underleverandører | DSV](#), 2024 (01-12-2024)
- (DSV7, n.d.) - DSV's historie, [DSV's historie | DSV](#), 2024 (01-12-2024).
- (The Culture Factor, n.d.) Country Comparison Tool, [Country comparison tool](#), 2024 (01-12-2024)
- (DSV8, n.d.) – DSV Connetivity, [DSV Connectivity|DSV](#), 2024 (08-12-2024)
- (DSV9, n.d.) – Supplier Code og Conduct, [Supplier Code of Conduct | DSV](#), 2024 (01-12-2024)
- (DSV10, n.d.) – Om DSV, [Om DSV | DSV](#), 2024 (01-12-2024)
- (DSV11, 2024) - DSV and Volvo sign agreement to support decarbonisation of road freight, [DSV and Volvo sign agreement to support decarbonisation of road freight](#), 2024 (08-12-2024)
- (DSV12, 2024) – Kvartalsopdatering, [Inflationens indvirkning på vejtransportbranchen | DSV](#), 2024 (08-12-2024)
- (DSV12, n.d.) – Vores løsninger, [Vores løsninger | DSV](#), 2024 (01-12-2024)
- (CVR2, 2024) – Interim Financial Report Q3 2024, [DSV A/S](#), 2024 (08-12-2024)
- (DSV13, n.d.) – Sponsorater, donationer og events, [Sponsorater, donationer og events | DSV](#), 2024 (01-12-2024)
- (Facebook, n.d.) – DSV – Global Transport and Logistics, [DSV - Global Transport and Logistics | Hedehusene | Facebook](#), 2024 (09-12-2024)
- (Instagram, n.d.) - DSV – Global Transport and Logistics, [DSV - Global Transport and Logistics \(@dsv_global\) • Instagram-billeder og -videoer](#), 2024 (09-12-2024)
- (LinkedIn, n.d.) - DSV – Global Transport and Logistics, [DSV - Global Transport and Logistics | LinkedIn](#) 2024 (09-12-2024)
- (DSV14, n.d.) - Værdier, [Globale værdier | DSV](#), 2024 (01-12-2024)
- (Børsen1, 2024) Grønnemann, "Officielt: DSV køber DB Schenker for 107 mia. kr.," Børsen, (09-12-2024) [Officielt: DSV køber DB Schenker for 107 mia. kr.](#)
- (DSV15, 2024) - Faldende transportkapacitet og de kortsigtede virkninger af stigende vejafgifter på vejtransport, [Sænkning af transportkapacitet og stigende vejafgifter | DSV](#), 2024 (01-12-2024)
- (DSV16, n.d.) – 159 Sustainability Impact Initiatives, [DSV](#), 2024 (01-12-2024)
- (DSV17, n.d.) – Why join DSV, [Why join DSV](#), 2024 (01-12-2024)

(DSV18, 2023) - DSV renoverer 1.100 trailere og lancerer program for renovering af trailere, [DSV renoverer 1.100 trailere | DSV](#), 2024 (01-12-2024)

(DSV19, n.d.) - Formål og strategi, [Formål og strategi | DSV](#), 2024 (01-12-2024)

(CVR3, 2022) – DSV Annual Report 2021, [Annual Report 2021](#), 2024 (09-12-2024)

(CVR4, 2023) – DSV Annual Report 2022, [Annual Report 2022](#), 2024 (09-12-2024)

(DHL, 2024) – DHL Annual Report 2023, [2023 Annual Report](#), 2024 (09-12-2024)

(KN, 2024) – Kuehne+Nagel Annual Report 2023, [2023 Annual Report](#), 2024 (09-12-2024)

(DS, n.d.) – Danmarks statistik, <https://m.statbank.dk/Data?lang=da>, 2024 (06-12-2024)

(Nasdaq1, n.d.) – OMX Copenhagen 24 Index, [OMX Copenhagen 25 Index \(OMXC25\) Summary | Nasdaq](#), 2024 (07-12-2024)

(Nasdaq2, n.d.) – DSV, [DSV \(DSV\) Summary | Nasdaq](#), 2024 (07-12-2024)

(Damodaran, 2024) – Total Beta, [Total Beta](#), 2024 (09-12-2024)

(Demodaran1, 2024) – Country Default Spreads and Risk Premiums pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, 2024 (09-12-2024)

(Børsen2, n.d.) DSV, [DSV- Aktiekurs i realtid - Børsen Investor](#), 2024 (09-12-2024)

(ATP, 2024) - Iben Schmidt, 2024, ” ATP løfter pegefingern over for virksomheder med mangel på kvindelige chefer” Finans, (09-12-2024) [ATP løfter pegefingern over for virksomheder med mangel på kvindelige chefer](#)

Bilag 1: Kursudvikling



Kilde: (Børsen2, n.d.)

Bilag 2: Resultatopgørelsen

Resultatopgørelse 2019-2023 + Q3 2023-2024

Resultatopgørelse i m.kr.	Q3 2024	Q3 2023	År 2023	År 2022	År 2021	År 2020	År 2019
Nettoomsætning	123.592	114.257	150.785	235.665	182.306	115.932	94.701
Direkte omkostninger	91.406	80.886	106.967	183.516	144.691	87.398	70.947
Bruttoresultat	32.186	33.371	43.818	52.149	37.615	28.534	23.754
Andre eksterne omkostninger	3.482	3.688	4.838	5.559	4.173	3.291	3.133
Personaleomkostninger	12.313	11.996	15.983	16.315	13.025	11.684	10.329
Driftsresultat (EBITDA)	16.391	17.687	22.997	30.275	20.417	13.559	10.292
Andre driftsomkostninger	4.231	3.914	5.274	5.071	4.194	4.039	3.638
Driftsresultat	12.160	13.773	17.723	25.204	16.223	9.520	6.654
Speciel vare, omkostning	124	0	0	1.117	478	2.164	800
Andre finansielle indtægter	129	284	473	606	206	254	131
Andre finansielle omkostninger	1.649	1.431	1.706	2.589	1.525	4.147	1.789
Resultat før skat	10.516	12.626	16.490	23.221	14.904	5.627	4.996
Skat af årets resultat	2.566	3.156	4.083	5.550	3.650	1.369	1.290
Årets resultat	7.950	9.470	12.407	17.671	11.254	4.258	3.706

Kilde: Egen udviklet på baggrund af årsrapporter 2019-2023 + kvartalsregnskaber for Q3 i 2023 og 2024

Ændringer i Q3 2023 til Q3 2024

Resultatopgørelse i t.kr.	Ændring fra Q3 2023 til Q3 2024	
	Ændring i m.kr.	Ændring i %
Nettoomsætning	9.335	8%
Direkte omkostninger	10.520	13%
Bruttoresultat	-1.185	-4%
Andre eksterne omkostninger	-206	-6%
Personaleomkostninger	317	3%
Driftsresultat (EBITDA)	-1.296	-7%
Andre driftsomkostninger	317	8%
Driftsresultat	-1.613	-12%
Speciel vare, omkostning	124	#DIV/0!
Andre finansielle indtægter	-155	-55%
Andre finansielle omkostninger	218	15%
Resultat før skat	-2.110	-17%
Skat af årets resultat	-590	-19%
Årets resultat	-1.520	-16%

Kilde: Egen udviklet på baggrund af kvartalsregnskaber for Q3 i 2023 og 2024

Ændringer fra 2019 til 2023

Resultatopgørelse i t.kr.	Ændring fra 2019 til 2023	
	Ændring i m.kr.	Ændring i %
Nettoomsætning	56.084	59%
Direkte omkostninger	36.020	51%
Bruttoresultat	20.064	84%
Andre eksterne omkostninger	1.705	54%
Personaleomkostninger	5.654	55%
Driftsresultat (EBITDA)	12.705	123%
Andre driftsomkostninger	1.636	45%
Driftsresultat	11.069	166%
Speciel vare, omkostning	-800	-100%
Andre finansielle indtægter	342	261%
Andre finansielle omkostninger	-83	-5%
Resultat før skat	11.494	230%
Skat af årets resultat	2.793	217%
Årets resultat	8.701	235%

Kilde: Egen udviklet på baggrund af årsrapporter 2019-2023

Bilag 3: Balancen

Aktiver 2019-2023 + Q3 2023-2024

Aktiver i m.kr.	Q3 2024	Q3 2023	År 2023	År 2022	År 2021	År 2020	År 2019
Software			553	446	472	502	817
Kunde relationer			415	593	846	481	691
Goodwill			75.774	76.293	75.063	47.476	50.250
Software under udvikling			364	342	280	206	230
Immaterielle aktiver	76.455	78.106	77.106	77.674	76.661	48.665	51.988
Grunde og bygninger			2.560	3.249	3.796	1.388	1.691
Andre anlæg under opførsel			580	414	282	473	99
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar			3.074	2.621	2.184	1.153	1.232
Leasing aktiver			15.655	14.694	13.709	11.111	11.671
Materielle aktiver	24.769	22.282	21.869	20.978	19.971	14.125	14.693
Andre tilgodehavender	3.054	2.202	2.461	2.461	2.395	372	494
Udskudte skatteaktiver	3.076	3.242	3.300	3.494	3.544	2.536	2.164
Finansielle aktiver	6.130	5.444	5.761	5.955	5.939	2.908	2.658
Anlægsaktiver	107.354	105.832	104.736	104.607	102.571	65.698	69.339
Projekter under konstruktion			4.247	1.796	165	1.369	1.269
Fremstillede varer og handelsvarer			67	93	119	57	55
Varebeholdninger	3.875	4.146	4.314	1.889	284	1.426	1.324
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	27.136	22.010	22.296	32.387	36.369	19.038	18.252
Kontraktaktiver	6.926	5.466	4.985	5.785	9.797	3.283	3.054
Andre tilgodehavender	4.455	4.564	4.283	4.179	4.009	2.635	3.410
Aktiver til salg	39	59	44	38	66	110	135
Tilgodehavender	38.556	32.099	31.608	42.389	50.241	25.066	24.851
Likvide beholdninger	8.541	8.596	6.452	10.160	8.299	4.060	2.043
Omsætningsaktiver	50.972	44.841	42.374	54.438	58.824	30.552	28.218
Aktiver	158.326	150.673	147.110	159.045	161.395	96.250	97.557

Kilde: Egen udviklet på baggrund af årsrapporter 2019-2023 + kvartalsregnskaber for Q3 i 2023 og 2024

Passiver 2019-2023 + Q3 2023-2024

Passiver i m.kr.	Q3 2024	Q3 2023	År 2023	År 2022	År 2021	År 2020	År 2019
Virksomhedskapital	214	219	219	219	240	230	235
Overført overskud eller underskud	73.537	69.253	69.202	70.381	73.863	47.155	49.195
Reserve	-1.811	707	-718	919	0	0	0
Ikke-kontrollerende interesser	303	270	263	222	175	-88	-111
Egenkapital	72.243	70.449	68.966	71.741	74.278	47.297	49.319
Leasing forpligtelser	17.056	14.341	14.139	13.190	11.848	9.428	9.227
Bankgæld	23.767	20.023	20.004	21.398	16.993	7.696	6.464
Pension og lign. Forpligtelser	1.156	996	1.281	1.183	908	1.219	1.494
Hensættelser	3.794	3.829	3.772	4.260	3.508	1.253	1.282
Udskudt skat	269	630	609	504	447	243	455
Langfristede gældsforpligtelser	46.042	39.819	39.805	40.535	33.704	19.839	18.922
Leasing forpligtelser	4.167	3.736	3.808	3.577	3.440	2.850	3.385
Bankgæld	443	1.969	2.139	814	4.472	1.185	1.520
Leverandører af varer og tjenesteydelser	14.947	12.794	13.111	14.992	17.040	9.926	9.783
Hensat til serviceomkostninger	8.579	8.814	7.920	12.085	13.289	5.913	5.330
Hensættelser	1.333	2.093	1.967	2.407	1.841	1.525	1.157
Skyldig skat	1.307	1.699	1.256	3.254	3.074	1.399	940
Anden gæld	9.265	9.300	8.138	9.640	10.257	6.316	7.201
Kortfristede gældsforpligtelser	40.041	40.405	38.339	46.769	53.413	29.114	29.316
Gældsforpligtelser	86.083	80.224	78.144	87.304	87.117	48.953	48.238
Passiver	158.326	150.673	147.110	159.045	161.395	96.250	97.557

Kilde: Egen udviklet på baggrund af årsrapporter 2019-2023 + kvartalsregnskaber for Q3 i 2023 og 2024

Bilag 4: Balancen – Reformuleret

Arbejdskapital, ultimo	2023	2022	2021	2020	2019
Tilgodehavender fra salg	22.296	32.387	36.369	19.038	18.252
Varebeholdninger	4.314	1.889	284	1.426	1.324
Andre kortfristede driftsaktiver, netto	-9.904	-17.282	-14.506	-9.084	-8.009
Leverandørgæld	13.111	14.992	17.040	9.926	9.783
Arbejdskapital i alt	3.595	2.002	5.107	1.454	1.784
Netto langfristede driftsaktiver, ultimo					
Langfristede immaterielle aktiver	77.106	77.674	76.661	48.665	51.988
Langfristede materielle aktiver	21.869	20.978	19.971	14.125	14.693
Andre langfristede driftsaktiver, netto	99	8	1.076	193	-573
Anlægskapital i alt	99.074	98.660	97.708	62.983	66.108
Netto driftsaktiver, ultimo					
Arbejdskapital	3.595	2.002	5.107	1.454	1.784
Anlægskapital	99.074	98.660	97.708	62.983	66.108
Netto driftsaktiver i alt	102.669	100.662	102.815	64.437	67.892
Samlede investeret kapital, ultimo					
Finansielle forpligtelser	40.090	38.979	36.753	21.159	20.596
Finansielle aktiver	6.387	10.058	8.216	4.019	2.023
Netto finansielle forpligtelser i alt	33.703	28.921	28.537	17.140	18.573
Ordinær egenkapital	68.966	71.741	74.278	47.297	49.319
Samlede investeret kapital i alt	102.669	100.662	102.815	64.437	67.892

Kilde: Egen udviklet på baggrund af årsrapporter 2019-2023

Bilag 5: Resultatopgørelsen - Reformuleret

	2023	2022	2021	2020	2019
Nettoomsætning	149.916	234.669	181.707	115.298	94.187
Direkte omkostninger	-106.967	-183.516	-144.691	-87.398	-70.947
Andre eksterne omkostninger	-4.838	-5.559	-4.173	-3.291	-3.133
Personaleomkostninger	-15.983	-16.315	-13.025	-11.684	-10.329
EBITDA	22.128	29.279	19.818	12.925	9.778
Afskrivninger	-5.274	-5.071	-4.194	-4.039	-3.638
Amortiseringer	0	0	0	0	0
Core driftsoverskud fra salg, før skat (EBIT)	16.854	24.208	15.624	8.886	6.140
Skat på EBIT	3.876	5.471	3.484	2.053	1.437
Driftsoverskud fra salg, efter skat (NOPAT)	12.978	18.737	12.140	6.833	4.703
Core andet driftsoverskud (efter skat)	869	996	599	634	514
Aktuarmæssige gevinster/tab	-323	-341	436	13	95
Special items	0	-1.117	-478	-2.164	-800
Usædvanlige driftsposter (efter skat)	-252	-1.137	-33	-1.678	-550
Driftsoverskud i alt	13.595	18.596	12.706	5.790	4.667
Core finansielle omkostninger	-1.706	-1.472	-1.047	-1.983	-989
Core finansielle indtægter	473	330	206	254	131
Core netto finansielle poster, efter skat	-962	-891	-656	-1.349	-669
Kursdifferencer udenlandske enheder	-1.626	1.260	2.472	-2.577	416
Dagsværdi regulering vedr. hedging	-15	18	-15	17	12
Usædvanlige finansielle poster, efter skat	-1.280	997	1.916	-1.997	334
Netto finansielle omkostninger i alt	-2.242	106	1.260	-3.345	-335
Total indkomst før minoriteter	11.353	18.702	13.967	2.444	4.332
Minoritetsinteresser	-86	-106	-41	-17	-5
Total indkomst til ordinære aktionærer	11.267	18.596	13.926	2.427	4.327

Kilde: Egen udviklet på baggrund af årsrapporter 2019-2023

Bilag 6: Budgettering

	Budget				Terminalår		
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Salgsvækstrate	1,00%	60,00%	25,00%	3,00%	3,00%	2,00%	2,00%
EBIT-margin	15,00%	21,00%	22,00%	23,00%	24,00%	25,00%	26,00%
Effektiv skatteprocent på EBIT	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Core andet driftsoverskud, efter skat / salg	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Primo arbejdskapital / salg	0,0237	0,0150	0,0192	0,0233	0,0233	0,0235	0,0235
Primo anlægskapital / salg	0,65	0,41	0,53	0,64	0,64	0,65	0,65
NFF/NDA (primo)	0,29	0,33	0,06	0,04	0,05	0,06	0,37
(EK+MIN)/NDA (primo)	0,71	0,67	0,94	0,96	0,95	0,94	0,63

Egenkapitalomkostninger	14,69%
Før-skat gældsomkostninger	5,86%
Selskabsskatteprocent	22%

Antal udestående aktier	245,445 mio. aktier
-------------------------	---------------------

Proformaopgørelser	Budgetperiode				Terminalår		
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Resultatopgørelse							
Nettoomsætning	151.415,16	242.264,26	302.830,32	311.915,23	321.272,69	327.698,14	334.252,10
Driftsoverskud fra salg	17.715,57	39.682,89	51.965,68	55.957,59	60.142,25	63.901,14	67.786,33
Andet driftsoverskud							
Driftsoverskud i alt	17.715,57	39.682,89	51.965,68	55.957,59	60.142,25	63.901,14	67.786,33
Netto finansielle omkostninger	-1.540,73	-1.556,14	-2.505,38	-3.181,84	-3.340,93	-3.507,97	-3.753,53
Nettooverskud	16.174,84	38.126,75	49.460,30	52.775,76	56.801,32	60.393,16	64.032,80

Balance							
Primo arbejdskapital	3.594,52	3.630,47	5.808,74	7.260,93	7.478,76	7.703,12	7.857,18
Primo anlægskapital	99.074,00	100.064,74	160.103,58	200.129,48	206.133,36	212.317,37	216.563,71
Primo netto driftsaktiver	102.668,52	103.695,21	165.912,33	207.390,41	213.612,12	220.020,49	224.420,90
Primo netto finansielle forpligtelser	33.702,52	34.039,55	54.803,67	69.600,66	73.080,69	76.734,73	82.106,16
Primo egenkapital	68.966,00	69.655,66	111.108,66	137.789,75	140.531,43	143.285,76	142.314,74
Samlet finansiering	102.668,52	103.695,21	165.912,33	207.390,41	213.612,12	220.020,49	224.420,90

Pengestrømsopgørelse							
DO	17.715,6	39.682,9	51.965,7	55.957,6	60.142,2	63.901,1	
Ændring i NDA	1.026,69	62.217,12	41.478,08	6.221,71	6.408,36	4.400,41	
FCF	16.688,89	-22.534,24	10.487,60	49.735,88	53.733,88	59.500,73	

Gældsfinansiering (F)	1.203,71	-19.207,98	-12.291,61	-298,20	-313,11	-1.863,46	
Netto dividende (d)	15.485,18	-3.326,25	22.779,21	50.034,08	54.046,99	61.364,19	
Samlet finansiering	16.688,89	-22.534,24	10.487,60	49.735,88	53.733,88	59.500,73	

Kilde: Egen udviklet

Bilag 7: Egenkapitalandel og netto finansielle forpligtelser andel

Udregning af egenkapitalandel og netto finansielle forpligtelser andel	2023	2022	2021	2020	2019
Egenkapital + NFF	102.668,52	100.661,60	102.814,99	64.436,60	67.892,43
Egenkapital andel	67,17%	71,27%	72,24%	73,40%	72,64%
NFF andel	32,83%	28,73%	27,76%	26,60%	27,36%
Gennemsnitlig egenkapitalandel	71,35%				
Gennemsnitlig NFF andel	28,65%				

Kilde: Egen udviklet på baggrund af årsrapporter 2019-2023

Bilag 8: Statsobligation 10-årig

Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid*Enhed: Pct. pro anno*

	2024M01	2024M02	2024M03	2024M04	2024M05	2024M06	2024M07	2024M08	2024M09	2024M10
10 årig statsobligation	2,28	2,43	2,22	2,54	2,60	2,35	2,28	2,13	1,85	2,02

Kilde: (DS, n.d.)

Bilag 9: Regressionsanalyse over 5 år

Date	Closing Price DSV	Closing Price OMX C25	Index DSV	Index OMX C25	Afkast DSV	Afkast OMX C25	SLOPE
06-12-2024	1.524,00	1.855,91	100,00	100,00	-0,00651890	0,000544504	1,182521741
05-12-2024	1.534,00	1.854,90	100,66	99,95	-0,00551053	0,00114963	1,182551955
04-12-2024	1.542,50	1.852,77	101,21	99,83	0,00390498	-0,007685633	1,183127539
03-12-2024	1.536,50	1.867,12	100,82	100,60	0,00000000	-0,003687241	1,183220827
02-12-2024	1.536,50	1.874,03	100,82	100,98	0,01957532	0,011840613	1,182882593
29-11-2024	1.507,00	1.852,10	98,88	99,79	0,01242862	0,006329974	1,182727768
28-11-2024	1.488,50	1.840,45	97,67	99,17	0,00303235	0,006695073	1,182911179
27-11-2024	1.484,00	1.828,21	97,38	98,51	0,00033704	0,001193847	1,182917378
26-11-2024	1.483,50	1.826,03	97,34	98,39	0,00000000	-0,009557129	1,183533235
25-11-2024	1.483,50	1.843,65	97,34	99,34	-0,01363032	0,000374398	1,183531394
22-11-2024	1.504,00	1.842,96	98,69	99,30	-0,00397351	0,016799907	1,18576358
21-11-2024	1.510,00	1.812,51	99,08	97,66	-0,00918635	-0,007903884	1,185757373
20-11-2024	1.524,00	1.826,95	100,00	98,44	0,01939799	0,010721576	1,185386509

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,70991186
R Square	0,50397484
Adjusted R Squar	0,50357675
Standard Error	0,01403428
Observations	1248

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,24934666	0,24934666	1265,969372	0,00000000
Residual	1246	0,24541347	0,00019696		
Total	1247	0,49476012			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,00030155	0,00039749	0,75863625	0,448213656	-0,000478271	0,00108137	-0,0004783	0,00108137
X Variable 1	1,1825219	0,03323515	35,5804633	6,3293E-192	1,117318876	1,24772493	1,11731888	1,24772493

Kilde: Egenudviklet med Excel Analytics på baggrund af (Nasdaq1, n.d.) og (Nasdaq2, n.d.)

Bilag 10: Regressionsanalyse over 3 år

Date	Closing Price DSV	Closing Price OMX C25	Index DSV	Index OMX C25	Afkast DSV	Afkast OMX C25	SLOPE
06-12-2024	1.524,00	1.855,91	100,00	100,00	-0,00651890	0,000544504	1,182521741
05-12-2024	1.534,00	1.854,90	100,66	99,95	-0,00551053	0,00114963	1,182551955
04-12-2024	1.542,50	1.852,77	101,21	99,83	0,00390498	-0,007685633	1,183127539
03-12-2024	1.536,50	1.867,12	100,82	100,60	0,00000000	-0,003687241	1,183220827
02-12-2024	1.536,50	1.874,03	100,82	100,98	0,01957532	0,011840613	1,182882593
29-11-2024	1.507,00	1.852,10	98,88	99,79	0,01242862	0,006329974	1,182727768
28-11-2024	1.488,50	1.840,45	97,67	99,17	0,00303235	0,006695073	1,182911179
27-11-2024	1.484,00	1.828,21	97,38	98,51	0,00033704	0,001193847	1,182917378
26-11-2024	1.483,50	1.826,03	97,34	98,39	0,00000000	-0,009557129	1,183533235
25-11-2024	1.483,50	1.843,65	97,34	99,34	-0,01363032	0,000374398	1,183531394
22-11-2024	1.504,00	1.842,96	98,69	99,30	-0,00397351	0,016799907	1,18576358
21-11-2024	1.510,00	1.812,51	99,08	97,66	-0,00918635	-0,007903884	1,185757373
20-11-2024	1.524,00	1.826,95	100,00	98,44	0,01939799	0,010721576	1,185386509

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,71037705
R Square	0,50463555
Adjusted R Squar	0,50397595
Standard Error	0,01362214
Observations	753

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,14196568	0,14196568	765,0555129	1,1381E-116
Residual	751	0,1393575	0,00018556		
Total	752	0,28132318			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,00024105	0,00049643	0,485558	0,627422206	-0,00073351	0,0012156	-0,0007335	0,0012156
X Variable 1	1,18631097	0,04288961	27,6596369	1,1381E-116	1,102113185	1,27050875	1,10211318	1,27050875

Kilde: Egenudviklet med Excel Analytics på baggrund af (Nasdaq1, n.d.) og (Nasdaq2, n.d.)

Bilag 11: Beta benchmark

Data er indhentet ved Damodaran

Date updated:	05-jan-24		
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu		
What is this data?	Total Beta (beta for completely undiversified investor)		
Home Page:	http://www.damodaran.com		
Data website:	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html		
Companies in each industry:	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls		
Variable definitions:	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm		
Industry Name	Number of firms	Average Unlevered Beta	
Air Transport	155	0,81	
Transportation	443	0,75	
Beregnet d. 07.12.2024 ifm. hovedopgave			
Egenkapital/gæld andel (28,65/71,35)		0,401541696	
		1	
1 - fratrukket effektiv skatterente		0,752395391	
Ratio * skatterente		1,302118121	
Beta air transport		1,055240964	
Beta transportation		0,971407273	
Gns.		1,013324118	

Kilde: (Damodaran, 2024)

Bilag 12: Global markedsrisiko

Data er indhentet ved Damodaran

Row Labels	Values			
	Average of Adj. Default Spread	Average of Country Risk Premium	Average of Equity Risk Premium	Average of Corporate Tax Rate
Africa	6.98%	9.37%	13.97%	26.82%
Asia	4.22%	5.66%	10.26%	24.51%
Australia & New Zealand	1.63%	2.19%	6.79%	29.25%
Caribbean	4.10%	5.50%	10.10%	17.76%
Central and South America	6.20%	8.32%	12.92%	28.37%
Eastern Europe & Russia	4.14%	5.56%	10.16%	16.11%
Middle East	3.64%	4.89%	9.49%	13.46%
North America	0.00%	0.00%	4.60%	25.75%
Western Europe	1.03%	1.38%	5.98%	19.52%
Grand Total	4.28%	5.75%	10.35%	21.74%

Kilde: (Damodaran1, 2024)

Bilag 13: DCF-modellen

	Budget				Terminalår		
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Salgsvækstrate	1,00%	60,00%	25,00%	3,00%	3,00%	2,00%	2,00%
EBIT-margin	15,00%	21,00%	22,00%	23,00%	24,00%	25,00%	26,00%
Effektiv skatteprocent på EBIT	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Core andet driftsoverskud, efter skat / salg	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Primo arbejdskapital / salg	0,0237	0,0150	0,0192	0,0233	0,0233	0,0235	0,0235
Primo anlægskapital / salg	0,65	0,41	0,53	0,64	0,64	0,65	0,65
NFF/NDA (primo)	0,29	0,33	0,06	0,04	0,05	0,06	0,37
(EK+MIN)/NDA (primo)	0,71	0,67	0,94	0,96	0,95	0,94	0,63
Egenkapitalomkostninger	14,69%						
Før-skat gældsomkostninger	5,86%						
Selskabsskatteprocent	22%						
Antal udestående aktier	245,445 mio. aktier						

DCF Modellen	Budgetperiode				Terminalår		
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Driftsoverskud	17.715,57	39.682,89	51.965,68	55.957,59	60.142,25	63.901,14	67.786,33
ΔNDA	1.026,69	62.217,12	41.478,08	6.221,71	6.408,36	4.400,41	-224.420,90
FCF	16.688,89	-22.534,24	10.487,60	49.735,88	53.733,88	59.500,73	292.207,22
PV FCF	14.928,69	-18.031,49	7.506,88	31.845,45	30.776,57	30.485,17	133.921,94
PV FCF budgetperiode	67.026,10						
PV Terminalværdi	348.081,83						
Enterprise Value	415.107,93						
NFO	33.702,52						
Værdi af egenkapital	381.405,41						
Minoritetsinteresser	0,00						
Værdi af ordinær egenkapital	381.405,41						
Værdi per aktie	1.553,94						

Kilde: Egen udviklet

Bilag 14: DSV-børskurs 06-12-2024



Kilde: (Børsen2, n.d.)

Bilag 15: DCF-modellen worst case

Ændret salgsvækstrate:

	Budget				Terminalår		
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Salgsvækstrate	0,00%	50,00%	20,00%	2,00%	2,00%	1,00%	1,00%
EBIT-margin	15,00%	21,00%	22,00%	23,00%	24,00%	25,00%	26,00%
Effektiv skatteprocent på EBIT	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Core andet driftsoverskud, efter skat / salg	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Primo arbejdskapital / salg	0,0240	0,0160	0,0200	0,0235	0,0235	0,0237	0,0237
Primo anlægskapital / salg	0,66	0,44	0,55	0,65	0,65	0,65	0,65
NFF/NDA (primo)	0,29	0,33	0,06	0,04	0,05	0,06	0,37
(EK+MIN)/NDA (primo)	0,71	0,67	0,94	0,96	0,95	0,94	0,63
Egenkapitalomkostninger	14,69%						
Før-skat gældsomkostninger	5,86%						
Selskabsskatteprocent	22%						
Antal udestående aktier	245,445 mio. aktier						

DCF Modellen	Budgetperiode				Terminalår		
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Driftsoverskud	17.540,17	36.834,36	46.306,05	49.379,09	52.556,53	55.293,85	58.080,66
ΔNDA	0,00	51.334,26	30.800,56	3.696,07	3.769,99	1.922,69	-194.192,08
FCF	17.540,17	-14.499,90	15.505,50	45.683,03	48.786,54	53.371,15	252.272,74
PV FCF	15.690,19	-11.602,56	11.098,62	29.250,44	27.942,93	27.344,69	115.619,51
PV FCF budgetperiode	72.379,63						
PV Terminalværdi	283.289,01						
Enterprise Value	355.668,63						
NFO	33.702,52						
Værdi af egenkapital	321.966,11						
Minoritetsinteresser	0,00						
Værdi af ordinær egenkapital	321.966,11						
Værdi per aktie	1.311,77						

Ændret WACC:

DCF Modellen	Budgetperiode				Terminalår		
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Driftsoverskud	17.715,57	39.682,89	51.965,68	55.957,59	60.142,25	63.901,14	67.786,33
ΔNDA	1.026,69	62.217,12	41.478,08	6.221,71	6.408,36	4.400,41	-224.420,90
FCF	16.688,89	-22.534,24	10.487,60	49.735,88	53.733,88	59.500,73	292.207,22
PV FCF	14.796,43	-17.713,39	7.309,11	30.731,76	29.437,11	28.900,06	125.833,64
PV FCF budgetperiode	64.561,02						
PV Terminalværdi	302.098,00						
Enterprise Value	366.659,02						
NFO	33.702,52						
Værdi af egenkapital	332.956,50						
Minoritetsinteresser	0,00						
Værdi af ordinær egenkapital	332.956,50						
Værdi per aktie	1.356,54						

Kilde: Egen udviklet

Bilag 16: DCF-modellen best case

Ændret salgsvækstrate:

	Budget				Terminalår		
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Salgsvækstrate	2,00%	67,00%	25,00%	5,00%	5,00%	3,00%	3,00%
EBIT-margin	15,00%	21,00%	22,00%	23,00%	24,00%	25,00%	26,00%
Effektiv skatteprocent på EBIT	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Core andet driftsoverskud, efter skat / salg	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Primo arbejdskapital / salg	0,0235	0,0144	0,0192	0,0228	0,0228	0,0233	0,0233
Primo anlægskapital / salg	0,65	0,40	0,53	0,63	0,63	0,64	0,64
NFF/NDA (primo)	0,29	0,33	0,06	0,04	0,05	0,06	0,36
(EK+MIN)/NDA (primo)	0,71	0,67	0,94	0,96	0,95	0,94	0,64
Egenkapitalomkostninger	14,69%						
Før-skat gældsomkostninger	5,86%						
Selskabsskatteprocent	22%						
Antal udestående aktier	245,445 mio. aktier						

DCF Modellen	Budgetperiode				Terminalår		
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Driftsoverskud	17.890,98	41.829,10	54.776,20	60.129,33	65.880,83	70.684,64	75.717,39
ΔNDA	2.053,37	70.163,67	43.721,39	10.930,35	11.476,86	7.230,42	-248.244,58
FCF	15.837,61	-28.334,57	11.054,81	49.198,98	54.403,97	63.454,22	323.961,97
PV FCF	14.167,20	-22.672,81	7.912,88	31.501,68	31.160,37	32.510,74	148.475,51
PV FCF budgetperiode	62.069,31						
PV Terminalværdi	413.437,59						
Enterprise Value	475.506,90						
NFO	33.702,52						
Værdi af egenkapital	441.804,38						
Minoritetsinteresser	0,00						
Værdi af ordinær egenkapital	441.804,38						
Værdi per aktie	1.800,02						

Ændret WACC:

DCF Modellen	Budgetperiode				Terminalår		
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Driftsoverskud	17.715,57	39.682,89	51.965,68	55.957,59	60.142,25	63.901,14	67.786,33
ΔNDA	1.026,69	62.217,12	41.478,08	6.221,71	6.408,36	4.400,41	-224.420,90
FCF	16.688,89	-22.534,24	10.487,60	49.735,88	53.733,88	59.500,73	292.207,22
PV FCF	15.063,53	-18.358,69	7.712,13	33.011,67	32.191,81	32.175,03	142.622,16
PV FCF budgetperiode	69.620,46						
PV Terminalværdi	405.537,10						
Enterprise Value	475.157,56						
NFO	33.702,52						
Værdi af egenkapital	441.455,04						
Minoritetsinteresser	0,00						
Værdi af ordinær egenkapital	441.455,04						
Værdi per aktie	1.798,59						

Kilde: Egen udviklet