Navn:	Oliver Gehl Nielsen
Fødselsdato:	031205
Skole:	Roskilde Handelsskole
Fag:	Studieområdet og studieområdeprojektet, Samlet vurd. (6680--Gym bekend)
Dato for prøveaflæggelse:	15-04-2024









STUDIEOMRÅDEPROJEKT
VÆRDIANSÆTTELSE AF DSV

VIRKSOMHEDSØKONOMI A & FINANSIERING C
JESPER BRYGGER OG IRENE BRINK
15. APRIL 2024
OLIVER GEHL NIELSEN – 3.E
ANTAL TEGN: 42234

Resumé

I denne opgave vil der blive udført en værdiansættelse, ud fra en aktieinvestors synspunkt. Det skyldes at der er mange forskellige bud på den rette værdi af en aktie, hvilket også fører til spørgsmålet om en aktie er over, eller undervurderet? Virksomheden som bliver værdiansat i denne opgave, er den danske transport og logistik gigant DSV. Til at værdiansætte en virksomhed, findes der flere forskellige værdiansættelsesmetoder. Men i denne opgave, værdiansættes DSV ud fra den kapitalbaserede værdiansættelsesmodel "Discounted Cash Flow". Det blev fastlagt at den beregnede teoretiske værdi pr. aktie bør udgøre 1231 kr. hvilket er ca. 7% højere end den nuværende som ligger på 1148,5 kr. Forskellen kan tilskrives mange årsager, analysen bygger på estimater og forventninger, og følsomhedsanalysen viste, at små ændringer i estimaterne, vil kunne få betydelig virkning på den beregnede aktieværdi. Hertil blev der også undersøgt hvilke forhold, forskellen kunne skyldes. Her kom man frem til, at den nuværende aktieværdi er præget af spekulationer og usikkerhed, hvorimod den beregnede værdi i højere grad var påvirket af deres tidligere resultater og troen på deres projekter. Samlet set kunne det altså konkluderes, at den nuværende pris på aktien 1148,5 kr. er for lavt, hvilket betyder at aktien er undervurderet.

Indholdsfortegnelse

INDLEDNING **4**

OPGAVEFORMULERING **5**

METODEOVERVEJELER **6**

REDEGØR FOR DSV'S ØKONOMI, SAMT METODER TIL VÆRDIANSÆTTELSE AF VIRKSOMHEDEN. **6**

- VIRKSOMHEDSKARAKTERISTIK 7
- METODER TIL VÆRDIANSÆTTELSE AF VIRKSOMHEDEN. 8
  - *Substansværdimetoden* *9*
  - *Den relative værdiansættelsesmetode* *9*
  - *De kapitalværdibaserede modeller* *10*
  - *Delkonklusion* *13*

ANALYSER MED UDGANGSPUNKT I EN AF METODERNE FOR DSV'S VÆRDIANSÆTTELSE **14**

- ESTIMERING AF RESULTATOPGØRELSEN INDTIL EBIT 14
- ESTIMERING AF FREMTIDIGT FRIE CASH FLOW 16
- WACC 17
- BEREGNING AF CAPM 18
- BEREGNING AF WACC 19
- TILBAGEDISKONTERINGSATS 19
- BEREGNING AF NUTIDSVÆRDIEN I DET FREMTIDIGE FRIE CASH FLOW 20
  - *Beregningning af terminal vækst og terminal værdi.* *20*
  - *Beregning af Enterprice Value* *21*
- DELKONKLUSION 22
- FØLSOMHEDSANALYSER 23
  - *Følsomhedsanalyse af EBIT-Marginen.* *23*
  - *Følsomhedsanalyse af WACC.* *23*
  - *Følsomhedsanalyse af terminal væksten.* *24*

- **DISKUTER DEN NUVÆRENDE AKTIEKURS SAMMENLIGNET MED DEN BEREGNEDE.** **26**
  - DELKONKLUSION 28

- **KONKLUSION** **29**
- **LITTERATURLISTE** **30**
- **BILAG** **34**

Indledning

Kender du det, når man ikke ved om man skal købe en pågældende aktie? Det vil jeg i denne rapport hjælpe dig med at give et bud på igennem en værdiansættelse. Værdiansættelser af virksomheder er en svær størrelse, der er mange forskellige bud på den rette værdi af en given virksomhed, som bygger forskellige teorier og modeller. Metoden bruges ofte i forbindelse med opkøb, og salg af virksomheder[1] eller i relevans til aktiemarkedet som i denne opgave. Markedsværdien af en virksomhed påvirkes af både interne- og eksterne forhold samt psykologiske forhold fra omverdenen.[2] Derfor er det kompliceret at sige om den nuværende markedsværdi, er den rette. I denne opgave vil der blive udarbejdet en værdiansættelse af den verdensomspændende logistik- og transportvirksomhed DSV A/S. Værdiansættelsen udarbejdet i denne opgave, bygger på estimater og prognoser, ud fra kvalificeret kvantitativt data. Grunden til værdiansættelsen af DSV er interessant skyldes at transportgiganten har interessante projekter i omtale, og derved er det også interessant at undersøge hvordan det påvirker aktien, og om aktien er over- eller undervurderet?

[1] Aabech, Nicklas. (s.d.). *Værdiansættelse af virksomhed – Beregn værdi af virksomhed*.
[2] Voergaard, P. (s.d.). *Hvad er en aktiekurs? Dette kan påvirke den*. Euroinvestor.

Opgaveformulering

Er DSV's aktiekurs over- eller undervurderet?

- Redegør for DSV's økonomi, samt metoder til værdiansættelse af virksomheden.
- Analyser med udgangspunkt i en af metoderne for DSV's værdiansættelse.
- Diskuter den nuværende aktiekurs sammenlignet med den beregnede.

Metodeovervejeler

Til udarbejdelse af rapporten, er der blevet gjort brug af tre forskellige taksonomiske niveauer, herunder det redegørende, analyserende og diskuterende. På det første taksonomiske niveau skabes der grundlag for opgaven og forståelsen af DSV som virksomhed, igennem en virksomhedskarakteristik med en kort gennemgang af DSV's økonomi, samt en gennemgang af de forskellige metoder til værdiansættelse af virksomheden, herunder substansmetoden, relativværdiansættelsesmetode og den kapitalbaseret værdiansættelses metode, "Discounted Cash Flow". Sidst nævnte er den metode jeg vil benytte i analysen, hvor der vil blive estimeret en budgetperiode på fem år afsluttet med terminalperioden, estimaterne er bl.a. estimeret på baggrund af DSV's tidligere årsrapporter og resultater, nuværende viden man ved vil påvirke det fremtidige cash flow samt forventningerne fra analytikere til de 3 kommende regnskabsår. Analysen bygger derfor i høj grad på kvantitative data, og en kombination af primære kilder og sekundære kilder hvilket er en styrke for opgaven. En anden styrke ved opgaven er at den bygger på den mest komplekse værdiansættelsesmodel, da den tager udgangspunkt i forventninger til fremtiden. Dog er en svaghed ved opgaven, at en optimal DCF-model vil indeholde flere analyser af eksterne forhold, som kunne påvirke det fremtidige cash flow. Derfor er opgaven også afgrænset.
På det sidste taksonomiske niveau, vil det diskuteres på baggrund af den beregnede teoretisk værdi pr. aktie, sammenlignet med den nuværende værdi. Den bygger på kvantitative data igennem beregninger fra analysen, og kvalitative data igennem forskellige artikler. Diskussion har til formål at illustrere mulige årsager til forskellen i de to aktiekurser. Diskussionens styrke ligger bl.a. i kombinationen af kvantitative data og kvalitative data, da kombinationen af begge giver et mere nuanceret billede.

Redegør for DSV's økonomi, samt metoder til værdiansættelse af virksomheden.

- Virksomhedskarakteristik

DSV A/S er en verdensomspændende og anerkendt logistik- og transportvirksomhed med hovedsæde i Hedehusene og bygger på tre basale værdier - kunderne først, de bedste resultater og ægte samarbejde[3]. Men historien er meget længere end det. Det hele startede tilbage i 1976, da Leif Tullberg og ni uafhængige lastbilfirmaer etablerede DSV, De Samsluttede Vognmænd af 13-7 1976 A/S med visionen om, at bevæge sig fra dansk transport til international transport[4]. Det må siges at være lykkedes, for selskabet har undervejs fulgt en ambitiøs, og vellykket opkøbsstrategi, som de stadig følger med nogle spændende projekter som fx opkøbet af DB Schenker og et venture-projekt i Saudi-Arabien[5]. Alt dette har resulteret i at DSV i dag står som Danmarks næststørste virksomhed målt på omsætning[6]. Samtidig kan de kalde sig for den femte største logistik- og transportvirksomhed[7], og en af Danmarks absolut største erhvervssuccesser med 75.000 medarbejdere i over 80 lande[8] over tre forskellige divisioner: DSV Road, DSV Air & Sea og DSV-solutions[9].
I spidsen hos logistik- og transportgiganten er et nuværende tronskifte undervejs, tidligere direktør "Jens Bjørn Andersen" som under sin ledelse nærmest femdoblede DSV's omsætning[10], og fik aktiens værdi fra 98,5 kr. i 2008 til 1255 kr. i 2024, hvilket er en stigning på 1175%,[11] udskiftes med "Jens Hesselberg Lund" som CEO pr. 1 februar 2024 trods et årligt afkast på 18,3% inkl. udbytte[12].

Skiftet har vækket stor undren og overraskelse, DSV udtaler selv at det skyldes en langsigtet successionsplan.[13] Trods udskiftninger i ledelsen, er DSV stadig en topmoderne virksomhed igennem deres fokus på den tredobbelte bundlinje. Deres formål er at holde forsyningskæden i gang

[3] *Værdier*. (s.d.). DSV.
[4] *DSV's Historie*. (s.d.). DSV.
[5] Christensen, J. (s.d.). eToro: Derfor holder vi godt øje med DSV i år. *Euroinvestor*.
[6] Kristiansen, O. (s.d.). De 10 største danske virksomheder målt på omsætning i 2023. *Startupmagazine*.
[7] *DSV's Historie*. (s.d.). DSV.
[8] Rasmussen, L. (s.d.). *Transportgiganten DSV: En succes uden sidestykke*. Dansk Erhverv.
[9] *Virksomhedsstruktur*. (s.d.). DSV.
[10] Jens Bjørn Andersen bliver ny formand for STARK Group A/S. (s.d.)
[11] Nordnet
[12] *Chefskifte i dansk gigant vækker undren og overraskelse*. (s.d.). BT.
[13] *DSV får ny CEO i ledelsesrokade*. (s.d.).

i en verden i forandring, deres vision er en bæredygtig vækst og deres mission er effektive arbejdsgange[14], og for at leve op til dette ansvar har DSV A/S udført en række CSR-handlinger[15], samt forpligtet sig til en netto-nul-udledning på tværs af operationer i 2050.[16]

Som det fremgår af bilag 1, er virksomhedens økonomi sund og omsætningen er steget med 59,2% fra 2019 til 2023. Trods en nedgang på 36% i omsætningen fra 2022 til 2023, anses omsætningen som tilfredsstillende og forventet, eftersom det skyldes en faldende efterspørgsel på fragtydelser[17]. Dog har faldet i omsætningen også illustreret, hvor tilpasningsdygtige virksomheden er, igennem den højeste overskudsgrad af primær drift igennem perioden på 11,8% i 2023. Hvilket er en vigtig egenskab, eftersom transportbranchen er en cyklisk branche[18]. Forventningen til 2024 ligger på samme niveau med et EBIT på omkring de 15.000 - 17.000 mio. kr.[19]

Transportgigantens aktiekurs er næsten 1200-doblet igennem perioden, fra 0,96 kr. i 1987 til 1148,5 kr. og derfor også en meget omtalt aktie på børsen, samt en mulig kandidat til Danmarks bedste aktie.[20] DSV A/S udgør derfor naturligvis også en plads på det danske OMXC25 indeks, som er et indeks med de 25 mest omsatte, børsnoterede danske aktier på den Københavnske fondsbørs.[21]

I denne opgave tages der primært udgangspunkt i DSV's markedsværdi d. 9. april 2024, hvor den teoretiske værdi pr. aktie udgør 1148,5 kr., og den samlede markedsværdi udgør 219 milliarder kr., fordelt på 219 mio. aktier.

- Metoder til værdiansættelse af virksomheden.

Når man skal værdiansætte virksomheder, kan man benytte sig af en række forskellige metoder & modeller, overordnet set er der tre forskellige metoder. Nogen metoder og modeller er mere uddybende end andre. I den lettere ende finder du substansværdimetoderne og de relative

[14] *Formål og strategi*. (s.d.). DSV.
[15] *Our social resonsibility*. (s.d.). DSV.
[16] *Bæredygtighed*. (s.d.). DSV.
[17] *DSV præsenterer tilfredsstillende resultat i 2023*. (s.d.). DSV.
[18] Marcus, B. (s.d.). *C WorldWide: Se hvilke aktier, der dominerer fragten til lands, til vands og i luften*. Euroinvenstor.
[19] *DSV præsenterer tilfredsstillende resultat i 2023*. (s.d.). DSV.
[20] Jackson, T. (s.d.). *Er DSV danmarks bedste aktie?* Nordnet.
[21] Voergaard, P. (s.d.). *Hvad er C-25 indekset?* Euroinvestor.

værdiansættelsesmodeller. Hvorimod de kapitalværdibaserede modeller er mere uddybende, og derfor er de også mere velset af skattestyrelsen, ikke sagt de andre er irrelevante.[22]

- Substansværdimetoden

Denne værdiansættelsesmetode anvendes primært af virksomheder i krise, eller som supplement til andre modeller som fx DCF-modellen. Substansmetoden bygger på virksomhedens likvidationsværdi. Fremgangsmåden er derfor at vurdere værdien af hvert enkelt aktiv, fratrukket med dets forpligtelser. Formålet med dette er at finde frem til virksomhedens nettoværdi, der derefter vil blive benyttet som virksomhedens handelsværdi. Denne metode bygger på virksomhedens værdi, hvis den blev lukket i dag og ikke med udgangspunkt i fremtiden ligesom andre modeller såsom DCF-modellen. Derfor finder man ved denne metode også kun minimumsværdien af en virksomhed, derved bliver denne metode ofte brugt af virksomheder i krise, og generelt ikke brugt så ofte. Denne metode bliver også anset for at være for defensiv idet den ikke tager udgangspunkt i fremtidige pengestrømme eller indtjening, og derfor er der også risiko for at denne metode enten over- eller undervurdere virksomhedens værdi.[23]

- Den relative værdiansættelsesmetode

Denne værdiansættelsesmetode er baseret på at sammenligne indtjeningsmultiple eller balancemultiple for virksomheder indenfor samme kategori. Man kan herunder benytte sig af flere forskellige indtjeningsmultiple herunder P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/SALES & EV/NOPAT eller K/IV som er baseret på balancemultiple. I denne gennemgang vil indtjeningsmultiplen Price/Earning (P/E) blive anvendt. Det er et nøgletal der viser hvor meget du betaler for 1 kr. af selskabets indtjening, og angiver om en aktie er dyr eller billig[24]. P/E værdien, afspejler også om investorerne forventer vækst i fremtiden. Første step i denne metode er at finde markedsniveauet for P/E indenfor peer-gruppen (sammenlignelige virksomheder). Dernæst skal den normaliserede indtjening for den givne virksomhed der skal værdiansættes findes.

Afsluttende ganger man de to variable for at finde værdien af virksomheden[25]. I praksis kunne vi foretage en værdiansættelse af DSV med denne metode, markedsniveauet for P/E værdien er målt

[22] *Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis*. (s.d.). Skat.
[23] Jensen, R. (2017). *Værdiansættelsesmetoder: Substansmetoden*. Landbrugsinfo.
[24] *Hvad er P/E-værdi? En intro for begyndere*. (s.d.). Nordea.
[25] *P/E (Price/Earnings)*. (s.d.). Skat.

til 16,49[26], målt på 6 af de største virksomheder i branchen[27]. Hertil er DSV's normaliseret indtjening:

$$\frac{12650 + 18765}{2} = 15707{,}5\ millioner^{28}$$

hvis vi tager udgangspunkt i et to årigt gennemsnit af den normaliserede indtjening for 2022 & 2023. Det betyder at værdiansættelsen for DSV vil være:

$$16{,}49 * 15.707.500.000 = 259.095.212.500 \text{ kr.}$$

Den teoretisk værdi pr. aktie vil derved være 1183 kr. Det betyder at ifølge den relative værdiansættelsesmetode, er DSV en smule undervurderet pr. dags dato, eftersom som den nuværende aktiekurs står til 1153 kr.[29]- 6/4/2024.

- De kapitalværdibaserede modeller

Jf. bilag 2 fremgår det, at der findes flere forskellige kapitalværdibaserede modeller. Skattestyrelsen bekræfter selv, at de koncentrerer sig mest om DCF-modellen og EVA-modellen. Hertil angiver de DCF-modellen som den mest anvendte model til værdiansættelse[30], derfor vil der også blive redegjort for "Discounted Cash Flow" - Modellen. En diskonteret pengestrøm. Modellen er en indkomstbaseret model hvor man estimerer det fremtidige cash flow, som herefter tilbagediskonteres til nutidsværdien, der herved kan illustrere værdiansættelsen af virksomheden[31]. Med andre ord handler det om at finde den nutidige værdi, af fremtidens pengestrømme.

Nedenstående tekst redegør for grundlaget til DCF - modellen.

[26] Bilag 23
[27] *op 10 Logistics Companies in the World in 2021 by Revenue*. (s.d.). Globaldata.
[28] Bilag 1
[29] Nordnet
[30] *Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis*. (s.d.). Skat.
[31] *DCF-modellen*. (s.d.). Skat.

Free Cash Flow (FCF)

Første fase i DCF-modellen er at fastlægge det forventede frie cash flow, som skal benyttes i budgetperioden. Det gør man ved at estimere en resultatopgørelse indtil driftsresultatet før skat, også kaldet EBIT. Herefter fratrækker man skat, og tilføjer afskrivninger & andre ikke likviditetskrævende omkostninger. Nu har man *cash earnings*, som enten skal fratrækkes eller tillægges af virksomhedens arbejdskapital, det afhænger af forskellen i selskabets pengebinding i omsætningsaktiver/passiver fra året før. Dernæst har du pengestrømmen fra driften, som enten fratrækkes eller tillægges anlægsinvesteringer og -frasalg. Som herefter resulterer i det fremtidige frie cash flow til långivere og ejere.[32] Det fremtidige frie cash flow bliver herefter benyttet som estimat for budgetperioden, og endeligt udtrykker terminalåret, værdien for virksomheden i en uendelig periode.[33] Herefter skal man estimere diskonteringsfaktoren WACC (weighted average cost of capital) for at finde tilbagediskonteringssatsen, så værdien af det fremtidige frie cash flow kan tilbagediskonteres til nutidsværdien.[34]

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

WACC står for weighted average cost of capital, og betyder på dansk "vægtet gennemsnitlige kapitalomkostninger". WACC udtrykker derfor også långivernes- og ejernes minimums afkastkrav, ud fra den risiko de påtager sig[35]. I DCF-modellen bruges det som tilbagediskonteringsfaktoren, som bruges til at finde diskonteringssatsen hvert år i budgetperioden i det frie cash flow, som dertil benyttes til at finde nutidsværdien af det fremtidige frie cash flow.[36] Formlen for WACC er følgende[37]:

$$WACC = (\frac{markedsværdi\ af\ egenkapital}{værdi\ af\ aktiver} * EKF) + (\frac{markedsværdi\ af\ gæld}{værdi\ af\ aktiver} * gældsrenten * (1 - selskabsskatten\ i\ dk))$$

Selskabsskatten i DK udgør i 2024 22%[38]

[32] Bilag 3
[33] *Likviditetsbaseret metode*. (s.d.). Virksomhedskøber.
[34] Aabech, Nicklas. (s.d.). *Værdiansættelse af virksomhed – Beregn værdi af virksomhed*.
[35] *Kapitalværdi - hvad er kapitalværdi?* (s.d.). E-conomic.
[36] *DCF-modellen*. (s.d.). Skat
[37] Hargrave, Marshall. (s.d.). *Weighted Average Cost of Capital (WACC): Definition and Formula*. Investopedia.
[38] Satser for selsskaber. (s.d.). *Skatteinform*.

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

For at finde EKF som er egenkapitalens forretning, som bruges som ejernes afkastningskrav i WACC kan man gøre brug af CAPM (Capital Asset Pricing model). Ved hjælp af denne model, kan man estimere det forventede afkast for en investering i et indeks for hele aktiemarkedet. Man vil herefter tilpasse den til aktivet, der værdiansættes ved at gange med beta-værdien, som er et udtryk for volatiliteten på en aktie, altså hvor risikofyldt den er. Ejerne vil nemlig forbinde en evt. højere risiko, med en mulighed for større afkast. Essensen er at tilpasse ejernes afkastningskrav, til den specifikke risiko de påtager sig.[39] CAPM kan udregnes ved nedenstående formel[40]:

$$CAPM = (r_m - r_f) * \beta + r_f$$

Nutidsværdien af det frie cash flow

Sidste steps i DCF-modellen er at finde nutidsværdien af budgetperioden og terinalåret. For at finde nutidsværdien i budgetperioden og terminal året benytter man sig af en tilbagediskonteringssats, formlen for denne er følgende[41]:

$$\frac{1}{1 + WACC^{perioden}}$$

Tilbagediskonteringssatsen der bliver benyttet i terminal året, er den samme som sidste diskonteringssats i budgetåret[42].

Når tilbagediskonteringssatsen er beregnet, skal det frie cash flow i terminalperioden beregnes. Det kan man finde ved hjælp følgende formel[43]:

$$sidste\ år\ i\ budgetperioden * (1 + terminal\ vækst)/(WACC - terminal\ vækst)$$

Herefter tilbagediskonteres budgetperioden og terminalperioden, til nutidsværdien.

[39] *Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav*. (s.d.). Skat.
[40] Bilag 4
[41] *DCF-modellen*. (s.d.). Skat.
[42] *Indkomstbaseret værdiansættelse*. (s.d.). Skat.
[43] *How to Calculate Terminal Value (TV) in CRE*. (s.d.). Lev.

Når man har udregnet nutidsværdien af det frie cash flow i budgetperioden og terminalperioden, skal disse to lægges sammen for at man får virksomhedens nutidsværdi eksklusiv ikke-driftsmæssige aktiver. Dette kaldes for enterprice value. Ikke-driftsmæssige aktiver dækker over de aktiver der ikke er en del af den primære drift, og ikke bidrager til det forventede frie cash flow, fx værdipapirer[44]. Endeligt skal virksomhedens værdi af egenkapitalen beregnes, også kaldet equity value. Det beregnes ved at tilføje værdien af ikke-driftsmæssige aktiver og trække den nettobærende gæld fra enterprice value. Herved har du værdien af egenkapitalen *Equity value*.[45]

Der bliver i nedenstående analyse taget udgangspunkt i DCF-modellen, eftersom jeg anser den som den mest velegnede model til værdiansættelsen af DSV, så frem jeg analyserer mig frem til en troværdig estimering af det fremtidige cash flow. Modellen bygger normalt på både interne og flere eksterne forhold, men eftersom denne opgave er afgrænset, tager denne analyse primært udgangspunkt i tidligere resultater og forventninger fra analytikere.

- Delkonklusion

Det står nu klart at DSV A/S er en af Danmarks største erhvervssucceser, med en inspirerende historie og en enorm vækst som bl.a. skyldes en vellykket opkøbsstrategi og en god ledelse. Alt dette afspejles også i den enorme aktiestigning, og nye spændende projekter. DSV A/S er derfor også en del af det danske C25 indeks, og Danmarks næst største virksomhed målt på omsætning. Hertil stod det også klart, at der var en række forskellige værdiansættelsesmetoder som kunne benyttes til værdiansættelsen. Den relative værdiansættelsesmetode beregnede DSV's teoretiske aktie værdi til 1183 kr. Dog viste det sig at nogen af værdiansættelsesmetoder var mindre præcise end andre, fordi de ikke tog udgangspunkt i forventningerne til fremtiden og derfor blev DCF-modellen valgt til værdiansættelse af DSV A/S eftersom den anses som den mest anvendte og komplekse værdiansættelsesmetode.

[44] *Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver og nettorentebærende gæld*. (s.d.). Skat.
[45] Bilag 15

Analyser med udgangspunkt i en af metoderne for DSV's værdiansættelse

- Estimering af resultatopgørelsen indtil ebit.

Det fremtidige frie cash flow bygger på en prognose for en resultatopgørelse indtil driftsresultatet EBIT, derfor skal en omsætningsvækst & EBIT-margin estimeres. Det er vigtigt at resultatopgørelsen udarbejdes med baggrund på en realistisk forventning til DSV A/S, så det fremtidige frie cash flow derved også fremstår som troværdigt. Da der i denne opgave er fokus på troværdigheden af analysen, vil prognoserne også kun udgøre 5 år, eftersom en længere prognose vil medføre mere usikkerhed. For at minimere usikkerheden, bygger den fremtidige resultatopgørelse også på DSV's hidtil regnskaber. Så der derved er sammenhæng imellem fortid, og fremtid, hvilket vil gavne chancen for at estimere en korrekt resultatopgørelse[46]. Der kan nemlig altid forekomme uventet efterspørgsel ligesom i 2021 hvor DSV's omsætning steg markant fra år til år, grundet transport og logistik-branchen er præget af skiftende markedsvilkår. Omsætningen steg med hele 59% og EBIT before speciel items med 79% [47]. Derfor vil der blive taget udgangspunkt i et gennemsnit de sidste 5 år, eftersom et enkelt regnskabsår kan være misvisende fra det generelle.

For at estimere omsætningsvæksten vil der blive taget udgangspunkt i DSV's gennemsnitlige og den gennemsnitlige historiske vækst rate & en række analytikeres forventninger.

Konsensussen er baseret på analytikernes forventninger til de tre kommende årsregnskaber[48] og bygger på i alt 19 forskellige analytikeres estimater. Ved at tage gennemsnittet af deres estimater over de 3 år, har det resulteret i at den gennemsnitlige forventede årlige omsætningsvækst for DSV de kommende 3 år udgør 3,06%[49],. Denne procentsats må anses for at være meget lav ift. DSV's gennemsnitlige årlige omsætningsvækst på 16,30% de sidste 10 år[50]. Dog anses de 3,06% også som

[46] *Perioder (budget, forecast, terminalperiode)*. (s.d.). Skat.
[47] *DSV eksekverer på vækststrategi og præsenterer rekordresultat for 2021*. (2022). DSV.
[48] Bilag 5
[49] Bilag 6
[50] Bilag 7

realistiske de første 3 år af budgetperioden, eftersom DSV A/S også selv nævner en faldende efterspørgsel på fragtydelser pt., men samtidig en forventet lille stigende efterspørgsel de kommende år[51]. Det er dog ikke realistisk, at en virksomhed med et så enormt fokus på vækst vil have omsætningsvækst på 3,06% i gennem hele perioden. Derfor er de resterende 2 år i budgetperioden estimeret ved gennemsnittet af den historiske vækst for DSV, verdens gennemsnitlige BNP-vækst[52], og den forventede vækst i 2024, 2025 & 2026 for DSV ud fra konsensussen. Derved bliver den årlige vækst 7,43% de 2 sidste år[53], hvilket anses som realistisk ift. deres målsætning ift. vækst[54].

For at finde EBIT skal driftsomkostningerne estimeres, da EBIT udgør resultat af primær drift. I denne analyse er EBIT estimeret ved gennemsnittet af EBIT-marginen i en 8-årig periode, der både bygger på fortid og fremtid (2019 - 2026). Her er gennemsnittet beregnet til 9,67%[55]. Det anses som realistisk eftersom virksomheden de sidste 5 år har forbedret deres overskud af den primære drift[56]. Konsensussen forventer herudover også at udviklingen vil fortsætte. Den positive udvikling, kan til dels forklares med deres stigende fokus på at tilpasse sig de mange forskellige markedsvilkår[57]. Men kan især også tilskrive deres gode tilpasningsdygtighed, som skyldes at de ikke ejer særlig meget transportmateriel selv[58]. Derved kan de lettere tilpasse sig, de forskellige markedsvilkår, hvilket er en afgørende egenskab i en cyklisk branche som transport og logistikbranchen.[59]

Den estimerede ebit-margin ganges nu med omsætningen for at få EBIT. Afsluttende findes hvad omkostningerne udgør det pågældende år, ved at trække EBIT fra omsætningen. Hertil findes de enkelte omkostninger i prognosen for resultatopgørelsen, som tager udgangspunkt i et gennemsnit af hvad de har udgjort i den seneste 5-årige periode[60] ganget med omkostninger i alt.

Derved får vi prognosen for resultatopgørelsen i perioden 2024-2028:

---

[51] *DSV præsenterer tilfredsstillende resultat i 2023*. (s.d.). DSV.
[52] *World GDP Growth Rate 1961-2024*. (s.d.). MacroTrends.
[53] Bilag 8
[54] *Formål og strategi*. (s.d.). DSV.
[55] Bilag 16
[56] Bilag 9
[57] *DSV eksekverer på vækststrategi og præsenterer rekordresultat for 2021*. (2022). DSV.
[58] *DSV-aktie - alt der er godt at vide om dsv aktier*. (s.d.). DSV Aktie.
[59] *Cykliske aktier*. (s.d.). Lær om aktier.
[60] Bilag 10

Prognose for resultatopgørelse for 2024-28 (mio)					
DKKm	2024	2025	2026	2027	2028
Revenue	**155.403**	**160.163**	**165.068**	**177.339**	**190.522**
Growth	**3,06%**	**3,06%**	**3,06%**	**7,43%**	**7,43%**
Direct costs	- 116.326	- 119.888	- 123.560	- 132.745	- 142.614
Gross profit	**39.077**	**40.274**	**41.508**	**44.593**	**47.908**
Other external ex	- 4.303	- 4.435	- 4.570	- 4.910	- 5.275
Staff costs	- 14.018	- 14.447	- 14.889	- 15.996	- 17.185
EBITDA	**20.757**	**21.393**	**22.048**	**23.687**	**25.448**
Amortisation and	- 4.687	- 4.830	- 4.978	- 5.348	- 5.746
EBIT befoe speci	**16.071**	**16.563**	**17.070**	**18.339**	**19.702**
Special items	- 1.041	- 1.073	- 1.106	- 1.188	- 1.276
EBIT	15.030	15.490	15.964	17.151	18.426
EBIT - Marginen	**10%**	**10%**	**10%**	**10%**	**10%**

Figur 1 - Estimeret prognose for resultatopgørelsen indtil ebit.

- Estimering af fremtidigt frie cash flow

Som beskrevet i redegørelsen bliver den estimerede resultatopgørelse, brugt som grundlag for det fremtidige frie cash flow. For at finde frem til det fremtidige frie cash flow, er første step at fratrække skattesatsen. Af DSV's årsrapporter fremgår det, at skattesatsen skifter hvert år, derfor bygger skattesatsen i det fremtidige frie cash flow på DSV's gennemsnitlige skattesats de sidste 6 år[61], den er beregnet til 24,8%. Herefter tilføjes afskrivninger & andre ikke likviditetskrævende omkostninger, som er beregnet ved at gange gennemsnittet afskrivninger & andre ikke likviditetskrævende omkostninger med de forventede totale omkostninger det pågældende år. Gennemsnittet af hvad afskrivninger & andre ikke likviditetskrævende omkostninger har udgjort af de totale omkostninger, er beregnet ud fra de fem tidligere årsregnskaber (2019-2023)[62]. Herefter har man *Cash Earnings*.

Cash earnings skal enten skal fratrækkes eller tillægges af virksomhedens arbejdskapital, det afhænger af forskellen i selskabets pengebinding i omsætningsaktiver/-passiver fra året før. Da det

[61] Bilag 11
[62] Bilag 10

er umuligt at forudse DSV's arbejdskapital, vil den blive estimeret ud fra hvad den i gennemsnittet udgjorde i perioden 2021-2023. Dette gælder alle tal fra balancen.[63]

Når differencen i arbejdskapitalen er fratrukket eller tillagt, finder man cash flow from operating activities. Endeligt fratrækkes cash flow from investing activities, som er estimeret ved omsætningen ganget med gennemsnittet af posten, de fem foregående regnskabsår (2019-2023)[64]. Hertil er denne faktorer korrigeret på baggrund af NEOM-projektet som blev annonceret d. 24/10 - 2023, denne investering lyder nemlig på omkring 5 mia. dollars, svarende til ca. 35 mia. DKK. som vil blive investeret i projektet de næste 7 år (2024-2031)[65] og vil derfor påvirke det fremtidige cash flow. Det korrigeret cash flow from investing activities, ændres derfor fra -0,1% til -2,65%. Det gør det på baggrund af beregninger, som viser at den kommende investering i Saudi-Arabien gennemsnitlig vil udgøre -2,59% af omsætningen igennem budgetperioden[66]. Det må hertil forventes at de halverer deres andre investeringer. Derfor bliver den korrigeret procentsats -2,65%. Endeligt har vi det forventede frie cash flow:

EBIT	**15.030**	**15.490**	**15.964**	**17.151**	**18.426**
Effective tax rate	- 3.727	- 3.841	- 3.959	- 4.253	- 4.570
Amortisation and depreciation	4.687	4.830	4.978	5.348	5.746
Cash Earnings	15.989	16.478	16.983	18.246	19.602
Change in NWC	-294	-154	-159	-398	-427
Cash flow from operating activities	15.695	16.324	16.824	17.848	19.175
Cashflow from investing activities	- 4.114,9	- 4.240,9	- 4.370,8	- 4.695,7	- 5.044,8
Fremtidigt Free cash flow	11.580	12.083	12.453	13.152	14.130

Figur 2 - Prognose for det fremtidige frie cash flow.

- WACC

WACC benyttes som tilbagediskonteringsfaktor, eftersom WACC illustrere den underliggende risiko igennem de gennemsnitlige kapitalomkostninger[67] i DCF-modellen. Men for at beregne den skal ejernes afkastningskrav (CAPM) først estimeres.

[63] Bilag 21
[64] Bilag 12
[65] *NEOM og DSV opretter logistik-joint venture til en værdi af 10 mia. dollars*. (s.d.). DSV.
[66] Bilag 13
[67] *Kapitalværdi - hvad er kapitalværdi?* (s.d.). E-conomic.

- Beregning af CAPM

For at estimere ejernes afkastkrav CAPM er der gjort brug af formlen fra skat[68]. De forskellige variable i formlen, er blevet analyseret og derfor anses de som korrekte. Den risikofrie rente der bliver brugt i denne analyse, er fundet ved 10-årige statsobligationer i nationalbanken da de anses som risikofrie. Den nuværende 10-årige statsobligation er 2,25%[69]. Beta-værdien som illustrerer den "systematiske risiko", er beregnet ved gennemsnittet af en finansiel kilde og gennemsnittet af min egen analyse som bygger på de 3 sidste år[70]. Den bygger på forholdet de 3 sidste år for at sikre tilstrækkelig korrelation. Derved får vi beta-værdien 1,21, hvilket betyder at DSV, har svinget 21% mere end det generelle marked de tre sidste år[71]. Det betyder også at aktien har været relativ volatil, og risikoen dermed også er højere, hvilket vil resultere i en højere WACC.

Jeg har i min analyse forholdt mig særlig kritisk til denne variabel, grundet DSV's beta-værdi de seneste år er steget, og særligt indenfor den seneste periode grundet NEOM-projektet, den nye ledelse og krisen i det røde hav[72]. Hvilket fx ses ved at den beregnede betaværdi de sidste 5 år, i stedet er beregnet til 1,11[73].

Afsluttende er det forventede afkast ved investering i markedsporteføljen estimeret til 7,35%, og her er der taget udgangspunkt i C20 indekset som senere hen blev til C25 indekset, over en 20-årigperiode.[74] Der er taget udgangspunkt i dette indeks, da det anses som troværdigt, til at afspejle det gennemsnitlige markedsafkast. Derved kan CAPM beregnes til 8,42%:

DSV - CAPM									
Beregning af forventede afkast ud fra CAPM:									
R	=	(	R_m	-	R_f	)	*	β	+	R_f
R	=	(	7,35	-	2,25	)	*	1,21	+	2,25
R	=				5,1		*	1,21	+	2,25
R	=		8,42							

[68] Bilag 4
[69] Ukendt. (2023). *Statsobligationer*. Finansministeriet.
[70] Bilag 14
[71] Voergaard, P. (s.d.). *Hvad er beta?* Euroinvestor.
[72] Bilag 22
[73] Bilag 24
[74] Frost, O. (2020). *Afkast på aktier: Se det historiske gennemsnitlige afkast*. Dinfo.

Figur 3 - Capital Asset Pricing Model.

- Beregning af WACC

Efter CAPM (ejernes afkastkrav) er beregnet kan WACC nu beregnes. For at beregne WACC skulle markedsværdien af egenkapitalen fastlægges, det er blevet gjort ved at tage værdien pr. aktie d. 9. april 1148,5 kr. ganget med antal aktier i alt på 219 mio.[75] Derved blev markedsværdien af egenkapitalen fastlagt til 251,5 mia. kr.[76] Hertil skulle markedsværdien af gælden fastlægges, den er blevet fastlagt til 34,5 mia. kr. ud fra årsrapporten fra 2023. Hertil skulle værdien af aktiverne findes, hvilket er gjort ved at lægge markedsværdien af egenkapitalen og gælden sammen. Afsluttende skulle gældsrenten udledes, hvilket blev gjort ved at dividere de finansielle omkostninger med forpligtelser i 2023[77]. Herefter kunne WACC udregnes:

DSV - WACC										
WACC	=	E / V	*	EKF	+	Gæld / V	*	GR	*	(1-skat)
WACC	=	251.521.500.000 / 286.104.500.000	*	8,42%	+	34.583.000.000 / 286.104.500.000	*	1,58%	*	(1-0,22)
WACC	=	0,87912	*	8,42%	+	0,1209	*	1,58%	*	0,78
WACC	=	0,074031081	+	0,0015						
wacc	=	0,07552		eller		7,55%				

Figur 4 - Weighted Average Capital Cost

- Tilbagediskonteringsats

Hele DCF-modellen, tager faktisk udgangspunkt i netop dette trin. Det gør det fordi, at hele essensen med modellen, er at tilbagediskontere en fremtidig pengestrøm. Derfor er det også vigtigt, at den beregnede tilbagediskonteringssats er retmæssig, derfor blev den også beregnet i WACC så

[75] Nordnet
[76] Bilag 17
[77] Bilag 18

den både tage højde for långivernes og ejernes afkastkrav som bærer præg af den risiko der er pålagt den pågældende aktie. Derfor vil en virksomhed med højere risiko også have en højere diskonteringsfaktor, eftersom ejerne vil kræve et højere afkast for kompensation for den risiko de påtager sig [78], derfor er en risikofyldt virksomhed også mindre værd[79]. Tilbagediskonteringssatsen er udregnet på baggrund af modellen i redegørelsen, og derfor bliver den følgende:

$$\frac{1}{1+0{,}0755^{perioden}}.$$

Eftersom perioden er i potens, stiger tilbagediskonteringsfaktoren årligt. Det betyder også at 1 kr. i dag, er mere værd end om et år.

- Beregning af nutidsværdien i det fremtidige frie cash flow

Når nutidsværdien af budgetperioden og terminalåret skal beregnes, benytter man sig af den beregende tilbagediskonteringssats. Den beregnede tilbagediskonteringssats ganges nu med det fremtidige frie cash flow, og derved får man nutidsværdien. Men inden dette kan gøres, skal det frie cash flow samt terminal væksten i terminalperioden fastlægges. Det frie cash flow i terminalperioden fastlægges udfra formlen for terminal værdien.

- Beregningning af terminal vækst og terminal værdi.

Som det fremgår af modellen i redegørelsen, findes det frie cash flow i terminal året ved at benytte FCF fra året før, det udgør 14.130 mio. Herefter skal det ganges med (1+terminal vækst), så derfor skal terminal væksten fastlægges. Til at fastlægge terminal væksten bliver der taget udgangspunkt i verdens gennemsnitlige realvækst (væksten i bnp) i perioden (2000-2022)[80], som udgør 2,94%[81] herefter vil der blive tillagt 0,5%-point grundet DSV's historiske vækst succes og strategi, som de udtaler de vil forsøge at fortsætte og fokus på at vækste hurtigere end markedet. Men også på baggrund af deres grundlag og muligheder for organisk vækst, som de selv udtaler også selv udtaler

[78] *Beregne virksomhedsværdi*. (s.d.). Nimbo.
[79] Hargrave, Marshall. (s.d.). *Weighted Average Cost of Capital (WACC): Definition and Formula*. Investopedia.
[80] *World GDP Growth Rate 1961-2024*. (s.d.). MacroTrends.
[81] Bilag 19

i årsrapporten 2023*" DSV har gennem flere opkøb opbygget et solidt fundament for organisk vækst, og M&A er stadig en vigtig del af selskabets strategi. "*[82].
Herudover argumenterer virksomhedens p/e værdi på ca. 19[83], også for at væksten i terminalåret skal ligge over gennemsnittet. Derved estimeres terminal væksten til 3,44%. En sidste faktor, som også bidrager til at terminal væksten, skal være over den gennemsnitlige BNP-vækst er, at det fremtidige frie cash flow er korrigeret efter investeringen i Saudi, da det påvirker budgetperioden, men afkastet og væksten som investeringen i Saudi-Arabien potentielt indbringer, ligger ude for budgetperioden. I denne opgave tages der udgangspunkt i en succesfuld investering, da DSV's mangeårige succes med investeringer og opkøb bør ligge til grund for at investeringen vil resultere i et rentabelt resultat. Derved skal terminal væksten, også korrigeres herefter.

Herefter er FCF for terminal året beregnet i "Terminal Value" modellen, som er et udtryk for virksomhedens værdi i en uendelig periode. Det frie cash flow i terminalåret er udregnet til 355.302 mio. kr.[84]

- Beregning af Enterprice Value

Afsluttende kan enterprice value findes, ved at lægge nutidsværdien af de fremtidige cash flows sammen:

Periode		1	2	3	4	5	6
DKK mio.	E2024		E2025	E2026	E2027	E2028	Terminal værdi
Free Cash Flow		11.580	12.083	12.453	13.152	14.130	355.302
Diskonteringssats		0,93	0,86	0,80	0,75	0,69	0,69
PV Future cash flow		10.767	10.446	10.010	9.829	9.819	246.893
WACC		7,55%					
Terminal vækst		3,44%					
Enterprice value i mio.		297.763					

Figur 5 - DCF - modellen.
Som det fremgår af ovenstående billede, er DSV A/S's enterprice value 297.763 mio. kr., svarende til 297.763.000.000 kr.

[82] *DSV præsenterer tilfredsstillende resultat i 2023*. (s.d.). DSV.
[83] Nordnet
[84] Bilag 20

- Delkonklusion

Som det fremgår af ovenstående tekst og billede er DSV A/S's virksomhedsværdi inden ikke-driftsmæssige aktiver og nettobærendegæld er trukket fra / tillagt, vurderet til 297.763.000.000 kr. Men for at finde egenkapitalens værdi af virksomheden (Equity value), skal den nettorentebærende gæld fratrækkes. Ud fra *Annual Report 2023* kunne vi se at den nettorentebærende gæld udgør 34.583 mio. kr., hertil fremgik det af balancen at ikke-driftsmæssige aktiver udgør 6.452 mio. kr. derved kan værdien af egenkapitalen udregnes:

Periode		1	2	3	4	5	6
DKK mio.	E2024		E2025	E2026	E2027	E2028	Terminal værdi
Free Cash Flow		11.580	12.083	12.453	13.152	14.130	355.302
Diskonteringssats		0,93	0,86	0,80	0,75	0,69	0,69
PV Future cash flow		10.767	10.446	10.010	9.829	9.819	246.893
WACC	7,55%						
Terminal vækst	3,44%						
Enterprice value i mio.	297.763						
Nettorentebærende gæld i mio.	34.583						
Værdi af ikke dræftmæssige aktiver i mio.	6.452						
Value of equity i mio.	269.632						
Antal af aktier i mio.	219						
Teoretisk værdi pr. aktie i kr.	1231						

Figur 6 - Udregning af teoretisk værdi pr. aktie i kr.

På ovenstående billede fremgår det at værdien af egenkapitalen udgør 269.632.000.000, hvilket giver en teoretisk værdi pr. aktie på 1231 kr. - Sammenlignet med aktiekursen d. 9. april[85] på 1148,5 kr. er aktien altså undervurderet med $1231 - 1148{,}5 = 82{,}5$kr. tilsvarende til ca. 6%. Hertil skal det huskes, at DCF-modellen primært bygger på tidligere resultater og research, der har ført til estimater og prognoser. Da man ikke kan kende fremtiden 100%, er denne værdiansættelsesmetode derfor også usikker, derfor er det at foretrække der bliver lavet følsomhedsanalyse på værdiansættelsen. For at se hvor følsomme de estimeret variable er.

[85] Nordnet

- Følsomhedsanalyser

Som nævnt i delkonklusionen er der en række usikkerheder i DCF-modellen, eftersom man ikke kan forudsige fremtiden. Jeg vil derfor gennemgå tre grundlæggende variable som er nyttig at lave følsomhedsanalyse på, eftersom det er estimater jeg har prognosticeret ud fra min egen analyse. Den første er EBIT-marginen da den danner grundlag for hele det frie cash flow, og dermed har en stor betydning. Herefter vil WACC blive analyseret, da den danner grundlag for tilbagediskonteringsfaktoren, der er afgørende for nutidsværdien af det fremtidige cash flow. Afsluttende vil terminal væksten blive analyseret, da den er afgørende for terminalværdien som udgør en meget stor del af enterpice value, som det også fremgår af figur 6.

- Følsomhedsanalyse af EBIT-Marginen.

De første parametre der vil blive udført følsomhedsanalyse på, er EBIT-marginen. Forhold som kunne påvirke EBIT marginen er, at virksomheden er bedre eller dårligere til at skabe overskud af den primære drift end forventet:

FØLSOMHEDANALYSE - EBIT MARGIN					
EBIT-MARGIN	7,67%	8,67%	9,67%	10,67%	11,67%
VALUE OF EQUITY i mio	211.968	240.782	269.632	298.408	327.221
TEORETISK VÆRDI AF AKTIE	968	1099	1.231	1363	1494
INDEKSTAL	79	89	100	111	121

Figur 7 - Følsomhedsanalyse på Ebit-margin.

Ud fra figur 7, er følsomheden på ebit-marginen analyseret ved at måle det i indekstal, hvor indeks 100 er resultatet fra DCF-analysen. Følsomheden viser at ved at ændre ebit-marginen med 1%-point falder/stiger den teoretiske værdi af aktien med 10%, og ligger under den nuværende teoretiske pris pr. aktie, derved kan det konkluderes at den er følsom overfor ændringer i Ebit-marginen ift. om aktien er over- eller undervurderet. Men den generelt også har betydelig effekt, da den svinger med 10% ca. ved en ændring på 1%-point.

- Følsomhedsanalyse af WACC.

Den anden parametre der vil blive udført følsomhedsanalyse på, er WACC. Forhold som kunne påvirke WACC kunne være en stigning på den risikofrie rente, eller en øget risiko som ville påvirke afkastkravet og derved WACC:

FØLSOMHEDANALYSE - WACC					
WACC	5,55%	6,55%	7,55%	8,55%	9,55%
VALUE OF EQUITY i mio	553.970	366188	269.632	211.092	171.630
TEORETISK VÆRDI AF AKTIE	2530	1672	1.231	964	784
INDEKSTAL	205	136	100	78,30	63,68

Figur 8 - Følsomhedsanalyse på WACC.

Som det fremgår af figur 8, påvirker WACC den teoretiske værdi af aktien. Det ses at en stigende WACC medfører en lavere værdi af egenkapitalen, og en lavere WACC vil medføre en højere værdi. Den højere værdi, skyldes virksomhedens risiko falder, og derved bliver værdien af virksomheden højere. Derimod fremgår det også ud fra figur 8, at en stigning med 2%-point i WACC, vil medføre 36% lavere teoretisk værdi af aktien. Det fremgår herudover også at en WACC med 2%-point lavere, vil medføre en fordobling af aktiens værdi fordi risikoen er mindre. Det kan derfor konkluderes ud fra følsomhedsanalysen på WACC, at WACC har kolossal betydning til ift. om aktien er over- eller undervurderet.

- Følsomhedsanalyse af terminal væksten.

Den sidste parameter der bliver udført følsomhedsanalyse på, er terminal væksten. Det er en vigtig faktor, eftersom terminalværdien udgør næsten 83% af nutidsværdien i det fremtidige frie cash flow. Det skyldes at analysen, kun bygger på en budgetperiode på 5 år[86]. Det betyder, at det er en afgørende faktor for værdien af enterprice value. Derfor er det interessant at lave følsomhedsanalyse på væksten i terminalperioden:

FØLSOMHEDANALYSE - TERMINAL VÆKST					
TERMINAL VÆKST	1,44%	2,44%	3,44%	4,44%	5,44%
VALUE OF EQUITY i mio	185.652	219.431	269.632	352.080	512.545
TEORETISK VÆRDI AF AKTIE	848	1002	1.231	1608	2340
INDEKSTAL	69	81	100	131	190

Figur 9 - Følsomhedsanalyse på Terminal vækst.

Som det fremgår af figur 9, spiller terminal væksten en betydelig rolle. En ændring på 1%-point har betydelig effekt på den teoretiske værdi af aktien, hvis terminal væksten stiger med 1%-point stiger den teoretiske værdi af akten til 1608 kr. eller med 31%. Hvis den derimod falder med 1%-point falder den teoretiske værdi af aktien til 1002 kr. eller med 19%. Hvilket betyder at den ikke længere

[86] *What factors drive the percentage of your total value the terminal value represents?* (s.d.). Graduatetutor.

er overvurderet, derfor er estimeringen af denne faktor afgørende for værdien af virksomheden. Derfor kan det nu konkluderes, at væksten i terminalperioden spiller en afgørende rolle for værdiansættelsen af DSV, og at den derfor er meget følsom overfor ændringer i dette estimat.

- Diskuter den nuværende aktiekurs sammenlignet med den beregnede.

Når man skal diskutere forskellen i den beregnede aktieværdi, og den nuværende aktieværdi er der mange forhold man kan tage udgangspunkt i. Dog er forskellen i den beregnede og den nuværende aktiekurs kun ca. 7%. I denne diskussion tages der udgangspunkt i de forhold, der anses som mest væsentlige for forskellen i de to aktiekurser.

Et interessant kig, er på forventningen for virksomhedens vækst i fremtiden. I fortiden har DSV været præget af succesfulde vækststrategi i form af opkøb af andre virksomheder. Resultatet af den vellykkede opkøbsstrategi har resulteret i at DSV er vækstet med 16,30% i omsætningen årligt over de seneste 10 år[87]. Det er en meget flot udvikling, som der i DCF-modellen er taget delvist udgangspunkt i da terminal væksten skulle estimeres, som afspejler virksomhedens årlige vækst i en uendelige periode. Hvor den er estimeret til 3,44%, grundet virksomhedens enorme fokus på vækst, og deres historiske flotte vækstudvikling. På den anden side kan det diskuteres, om de 0,5%-point der er tillagt, udgør for meget, eftersom DSV i forvejen er vækstet til en stor virksomhed og spørgsmålet er om de kan fortsætte deres vækstrejse?
Hvis ikke det er tilfældet vil en forkert estimeret vækst i terminalperioden have en afgørende betydning for værdien af den beregnede aktiekurs, da der tages udgangspunkt i en succesfuld vækst fordi de tidligere har vist at de er specialister på området. Som følsomhedsanalysen også viste, er det en afgørende faktor for værdiansættelsen.

Hvis vi herimod skal diskutere årsagen til den nuværende aktieværdi. Kan det tildeles spekulationerne den nye ledelse har medført, i form af skiftet fra Jens Bjørn Andersen til den nye CEO Jens H. Lund. Ud fra den nuværende aktiekurs tyder det nemlig på at skiftet, har ført til spekulationer og usikkerhed for aktien. Hvilket ikke er godt for dens værdi. Usikkerheden med skiftet afspejles også i værdifaldet ved annoncering af skiftet d. 18. oktober 2023, hvor aktien faldet 2%. På den anden side, er der i min analyse ikke korrigeret i estimaterne, eftersom flere analytikere siger at det ikke vil påvirke fremtiden og derved mit fremtidige cash flow[88]. Derfor kan netop denne

[87] Bilag 7
[88] *Analytiker: DSV mister en historisk stærk leder – men får en ny stærk ind*. (s.d.). MobilityWatch.

faktor også tilskrives forskellen, i den beregnede aktieværdi og den nuværende aktieværdi, da den nuværende aktiekurs er præget af, at markedet lige skal fordøje ændringen.

Den nye leder er dog ikke det eneste som kan være årsagen til forskellen i den nuværende aktieværdi og den beregnede aktie værdi. Det gør spekulationerne omkring NEOM-projektet også. Investorerne er bekymret over at blande sig i Saudi-Arabien, da de har et anstrengt omdømme[89]. Anstrengelserne har påvirket aktien med usikkerhed, hvilket også kan være en af årsager til den lave nuværende aktiekurs. Den beregnede aktiekurs, bygger derimod ikke i lige så høj grad på anstrengelserne eftersom det fremtidige frie cash flow er baseret på gennemsnittet af betaværdien de sidste tre år, for at optimere korrelationen og illustrere den gennemsnitlige betaværdi for aktien og ikke kun den sidste periode som har været præget af stor volatilt grundet spekulationer og usikkerheder[90]. Herudover tages der også udgangspunkt i en succesfuld investering, grundet DSV's tidligere resultater ift. opkøb og investeringer.

I ugen hvor den nye ledelse og investeringen i Saudi-Arabien blev annonceret faldt aktieværdien med omkring 31% fra 1253 til 958,40 kr.

En anden faktorer som kan spille en rolle i forskellen imellem den beregnede aktiekurs, og den nuværende aktiekurs er også virksomhedens fremtidige ebit-margin. Fordi spørgsmålet er om virksomheden kan fastholde den positive udvikling der har været i ebit-margin de seneste par år? På den ene side har vi min DCF-model, som tager udgangspunkt i at de godt kan fortsætte den gode udvikling ift. EBIT-margin, det skyldes deres forbedret fokus på at tilpasse sig diverse markeder. Men på den anden side, har vi en igangværende situation i det røde hav, som kan forårsage højere omkostninger, eftersom sejltiden fordobles[91]. Derfor det også en afgørende faktor for min estimerede ebit-margin, at denne situation løses hurtigt muligt.
Hvis ikke situationen løses hurtigst muligt, vil ebit-marginen potentielt blive påvirket i en negativ retning, hvis DSV ikke fastholder deres positive udvikling i tilpasning af markedsvilkårene. Hvis EBIT-marginen resulterer i en lavere værdi end estimeret, vil det resultere i en lavere værdi af den beregnedeaktien. Følsomhedsanalysen på ebit-marginen viste også, at ved en ændring på minus 1%-

[89] Jacobsen, S. (s.d.). *DSV får grønt lys af EU til omstridt kæmpeprojekt i Saudi-Arabien*. ShippingWatch.
[90] Bilag 22
[91] *Krisen i det røde hav*. (s.d.). DSV.

point falder den beregnede teoretiske værdi pr aktie til under den nuværende aktiekurs. Derfor er det essentielt for min estimeret ebit, at situationen løses hurtigt, så ebit-marginen ikke falder.

På den anden side illustrerer den nuværende p/eværdi på omkring 19, at markedet har forventninger til fremtiden. Dog viser aktiens volatilt over den sidste periode, at den især også er præget af spekulationer og usikkerheder[92]. Derfor kan der både argumenteres for at markedet har tro på fremtiden, men også at den tro i stigende grad er forbundet med usikkerheder og spekulationer hvilket resultere i en lavere aktieværdi.

- Delkonklusion

Samlet set, viser diskussionen at noget kunne tyde på at den lille forskel i den beregnede og den nuværende kunne skyldes, at den nuværende aktiekurs er præget af usikkerhed og spekulation, grundet NEOM-projektet og konsekvenserne af krisen i det røde hav. Herudover bærer aktiekursen, også præg af en fordøjelse af ændringen i ledelsen. Hvorimod den beregnede aktiekurs bygger på troen omkring vækst og deres projekter i fremtiden, grundet den i høj grad tager udgangspunkt i hvad DSV tidligere har leveret af resultater. Derfor kunne noget tyde på, at den nuværende aktiekurs har reageret for kraftigt på den nye ledelse, spekulationerne ved NEOM-projektet og krisen i det røde hav, sammenlignet med virksomhedens tidligere resultater som analysen i høj grad bygger på, og derfor er aktiekursen undervurderet.

[92] Bilag 24.

- Konklusion

Er aktien over- eller undervurderet?

DSV A/S er en virksomhed, med en utrolig historie som startede tilbage i 1976. Virksomheden havde dengang en vision omkring at gå fra dansk transport, til internationalt. Det må man sige, at de i den grad har opnået med en vellykket opkøbsstrategi, som har resulteret i en sund økonomi og en utrolig vækst som også afspejles i aktiekursen, der er 1200-doblet over perioden. Det stod også klart, at der findes en række værdiansættelsesmetoder til at vurdere DSV, herunder substansmetoden, relative værdiansættelsesmetode og kapitalværdibaseret metoder. Til værdiansættelsen af DSV, blev der tager udgangspunkt i "Discount Cash Flow" metoden, som resulterede i en beregnet teoretisk værdi pr. aktie på 1231 kr., det er ca. 6,5% mere end den nuværende aktiekurs. Det betyder at aktien på nuværende tidspunkt, er undervurderet. Ud fra følsomhedsanalysen på estimaterne, stod det også klart at få %-points ændringer i særligt WACC og væksten i terminal året ville få betydelig indvirkning for den teoretiskværdi pr. aktie.
Årsagen til forskellen imellem den beregnede aktieværdi og den nuværende aktieværdi, kunne tyde på at den nuværende aktiekurs er præget af usikkerhed og spekulationer, grundet NEOM-projektet og konsekvenserne af krisen i det røde hav. Herudover bærer den nuværende aktiekurs, også præg af en fordøjelse af ændringen i ledelsen. Hvorimod den beregnede aktiekurs bygger mere på troen omkring vækst og deres projekter, grundet den i høj grad tager udgangspunkt i hvad DSV tidligere har leveret af resultater. Derfor kunne noget tyde på, at den nuværende aktiekurs har reageret for kraftigt på de nye nyheder, sammenlignet med DSV's tidligere resultater og derfor er aktien undervurderet på nuværende tidspunkt.

- Litteraturliste

Analytiker: DSV mister en historisk stærk leder – men får en ny stærk ind. (s.d.). MobilityWatch. https://mobilitywatch.dk/nyheder/fragt_logistik/article16523771.ece?fbclid=IwAR0qMN2ByPf6_S-IebPcnhx41Z8CAemAVkdKA9ani2GiiFnadi1e0RZ--W8

Annual Report 2023. (s.d.). DSV. https://investor.dsv.com/static-files/42b0eb9e-6894-4a30-8b26-8f3e10521591

Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813206&chk=216301

Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813206&chk=216301

Beregne virksomhedsværdi. (s.d.). Nimbo. https://www.nimbo.net/da/beregn-virksomhedens-vaerdi#DCF

Bæredygtighed. (s.d.). DSV. https://www.dsv.com/da-dk/baeredygtighed-esg

Chefskifte i dansk gigant vækker undren og overraskelse. (s.d.). BT. https://www.bt.dk/erhverv/chefskifte-i-dansk-gigant-vaekker-undren-og-overraskelse

Christensen, J. (s.d.). eToro: Derfor holder vi godt øje med DSV i år. *Euroinvestor*. https://www.euroinvestor.dk/nyheder/etoro-derfor-holder-vi-godt-oeje-med-dsv-i-aar?fbclid=IwAR2VGt5r3urk0_z1ZPt201Z6znx5N7oizHH0-nmoEFhMV531r9JOa4CVbLY

Cykliske aktier. (s.d.). Lær om aktier. https://xn--lromaktier-d6a.dk/aktiestrategi/cykliske-aktier/

DCF-modellen. (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813207&chk=216301

DSV A/S Historical Data. (s.d.). Yahoo Finance. https://finance.yahoo.com/quote/DSV.CO/history

Dsv aktie - alt der er godt at vide om dsv aktier. (s.d.). DSV Aktie. https://dsv-aktie.dk/

DSV eksekverer på vækststrategi og præsenterer rekordresultat for 2021. (2022). DSV. https://www.dsv.com/da-dk/om-dsv/presse/news/dk/2022/02/aarsrapport-2022

DSV får ny CEO i ledelsesrokade. (s.d.). SCM. https://www.scm.dk/dsv-far-ny-ceo-i-stor-ledelsesrokade

DSV præsenterer tilfredsstillende resultat i 2023. (s.d.). DSV. https://www.dsv.com/da-dk/om-dsv/presse/news/dk/2024/02/aarsrapport-2023

DSV. (2018). *DSV Annual Report 2018*. DSV. https://investor.dsv.com/static-files/5d7f9ee9-2084-4143-b42a-6b85fd5ebfc1

DSV. (2019). *DSV Annual Report 2019*. DSV. https://investor.dsv.com/static-files/b4c0c890-9f25-

4b45-bb00-8a7dd6d5f433

DSV. (2020). *DSV Annual Report 2020*. DSV. https://investor.dsv.com/static-files/d19ed6ed-a195-4cbb-b88a-2f1d7fe8117e

DSV. (2021). *DSV Annual Report 2021*. DSV. https://investor.dsv.com/static-files/6f294f9f-898c-4056-976c-149ef470c8bb

DSV. (2022). *DSV Annual Report 2022*. DSV. https://investor.dsv.com/static-files/8f2cf6db-36f9-42bd-bf43-2b2c36b9d4fe

DSV. (2023). *Annual Report 2023*. DSV. https://investor.dsv.com/static-files/42b0eb9e-6894-4a30-8b26-8f3e10521591

DSV. (2024, januar). *DSV company collected consensus*. DSV. https://investor.dsv.com/static-files/3d518d63-393c-4a05-8ea5-54b4414f10da

DSV's Historie. (s.d.). DSV. https://www.dsv.com/da-dk/om-dsv/historie

Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav. (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882&chk=219250

Formler Indhold. (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386894&chk=219250

Formål og strategi. (s.d.). DSV. https://www.dsv.com/da-dk/om-dsv/formaal-og-strategi

Frost, O. (2020). *Afkast på aktier: Se det historiske gennemsnitlige afkast*. Dinfo. https://dinfo.dk/afkast-paa-aktier-se-det-historiske-gennemsnitlige-afkast/

Hargrave, Marshall. (s.d.). *Weighted Average Cost of Capital (WACC): Definition and Formula*. Investopedia. https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp

How to Calculate Terminal Value (TV) in CRE. (s.d.). Lev. https://www.lev.co/blog/terminal-value-tv

Hvad er P/E-værdi? En intro for begyndere. (s.d.). Nordea. https://www.nordea.dk/privat/dit-liv/investering/investeringsguide/hvad-er-pe.html

Indkomstbaseret værdiansættelse. (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=9592

Jackson, T. (s.d.). *Er DSV danmarks bedste aktie?* Nordnet. https://www.nordnet.dk/blog/dsv-danmarks-bedste-aktie/

Jacobsen, S. (s.d.). *DSV får grønt lys af EU til omstridt kæmpeprojekt i Saudi-Arabien*. ShippingWatch. https://shippingwatch.dk/logistik/article16764883.ece

Jens Bjørn Andersen bliver ny formand for STARK Group A/S. (s.d.). *Ritzau*. https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13796865/jens-bjorn-andersen-bliver-ny-formand-for-stark-

group-as?publisherId=13560857&lang=da

Jensen, R. (2017). *Værdiansættelsesmetoder: Substansmetoden*. Landbrugsinfo. https://www.landbrugsinfo.dk/-/media/landbrugsinfo/public/d/d/0/eo_17_7691_vaerdiansaettelsesmetoder.pdf

Kapitalværdi - hvad er kapitalværdi? (s.d.). E-conomic. https://www.e-conomic.dk/regnskabsprogram/ordbog/kapitalvaerdi

Krisen i det røde hav. (s.d.). DSV. https://www.dsv.com/da-dk/indsigt/det-globale-soefragtsmarked/update-15-januar-2024

Kristiansen, O. (s.d.). De 10 største danske virksomheder målt på omsætning i 2023. *Startupmagazine*. https://startupmagazine.dk/stoerste-danske-virksomheder-maalt-paa-omsaetning-i-2023/

Levered/Unlevered Beta of DSV Panalpina A/S (DSV | DNK). (s.d.). Infront. https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/30184SD/DSV-A-S/Beta

Likviditetsbaseret metode. (s.d.). Virksomhedskøber. https://virksomhedskober.dk/likviditetsbaseret-metode/

Marcus, B. (s.d.). *C WorldWide: Se hvilke aktier, der dominerer fragten til lands, til vands og i luften*. Euroinvenstor. https://www.euroinvestor.dk/finanskommentar/c-worldwide-se-hvilke-aktier-der-dominerer-fragten-til-lands-til

Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver og nettorentebærende gæld. (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386880

NEOM og DSV opretter logistik-joint venture til en værdi af 10 mia. dollars. (s.d.). DSV. https://www.dsv.com/da-dk/om-dsv/presse/news/dk/2023/10/neom-og-dsv-opretter-logistik-joint

Nordnet [Nordnet]. (s.d.). Nordnet. https://www.nordnet.dk/dk

Our social resonsibility. (s.d.). DSV. https://www.dsv.com/en/sustainability-esg/our-social-responsibility

P/E (Price/Earnings). (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813242&chk=216301

Perioder (budget, forecast, terminalperiode). (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813211&chk=216301

Rasmussen, L. (s.d.). *Transportgiganten DSV: En succes uden sidestykke*. Dansk Erhverv. https://www.danskerhverv.dk/dansk-erhverv-magasinet/dansk-erhverv-magasinet-032023/transportgiganten-dsv-en-succes-uden-sidestykke/

Satser for selsskaber. (s.d.). *Skatteinform*. https://www.skatteinform.dk/dk/graenser-og-satser/graenser-og-satser/satser-for-selskaber/

Top-10 Logistics Companies in the World in 2021 by Revenue. (s.d.). Globaldata. https://www.globaldata.com/companies/top-companies-by-sector/transportation-infrastructure-and-logistics/global-logistics-companies-by-revenue/

Ukendt. (2023). *Statsobligationer*. Finansministeriet. https://www.nationalbanken.dk/media/305lncmp/dk0009924532-2-25-pct-staaende-laan-2033.pdf

Virksomhedsstruktur. (s.d.). DSV. https://www.dsv.com/da-dk/om-dsv/virksomhedsstruktur

Voergaard, P. (s.d.). *Hvad er beta?* Euroinvestor. https://www.euroinvestor.dk/nyheder/hvad-er-beta

Voergaard, P. (s.d.). *Hvad er C-25 indekset?* Euroinvestor. https://www.euroinvestor.dk/nyheder/hvad-er-c25-indekset

Voergaard, P. (s.d.). *Hvad er en aktiekurs? Dette kan påvirke den*. Euroinvestor. https://www.euroinvestor.dk/nyheder/hvad-er-en-aktiekurs-dette-kan-paavirke-den

Værdier. (s.d.). DSV. https://www.dsv.com/da-dk/om-dsv/globale-vaerdier

What factors drive the percentage of your total value the terminal value represents? (s.d.). Graduatetutor. https://www.graduatetutor.com/corporate-finance-tutoring/terminal-value/factors-that-drive-terminal-value/

World GDP Growth Rate 1961-2024. (s.d.). MacroTrends. https://www.macrotrends.net/global-metrics/countries/WLD/world/gdp-growth-rate

Aabech, Nicklas. (s.d.). *Værdiansættelse af virksomhed – Beregn værdi af virksomhed*. Dinero. https://dinero.dk/tips/vaerdiansaettelse-af-virksomhed/?gad_source=1&gclid=Cj0KCQjw2a6wBhCVARIsABPeH1uktI5wCnDjZ3mLIULdJzybPprRBqkrTb0jDvMqfO6amyMqpNotFNMaAtf0EALw_wcB

Åbningsbalance og udarbejdelse af budgetter (udledning af cashflow). (s.d.). Skat. https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813216&chk=216301

- Bilag

Bilag 1:

Five-year overview

Financials	2023	2022	2021	2020	2019
Results (DKKm)					
Revenue	150,785	235,665	182,306	115,932	94,701
Gross profit	43,818	52,149	37,615	28,534	23,754
Operating profit before amortisation and depreciation (EBITDA) before special items	22,997	30,275	20,417	13,559	10,292
Operating profit (EBIT) before special items	17,723	25,204	16,223	9,520	6,654
Special items, costs	-	1,117	478	2,164	800
Net financial expenses	1,233	866	841	1,729	858
Profit for the year	12,407	17,671	11,254	4,258	3,706
Adjusted earnings	12,650	18,765	11,847	6,146	4,456
Cash flow (DKKm)					
Operating activities	16,458	26,846	12,202	10,276	6,879
Investing activities	(2,030)	(966)	420	(556)	1,371
Free cash flow	14,428	25,880	12,622	9,720	8,250
Adjusted free cash flow	11,471	22,810	8,659	8,746	3,678
Share buyback	13,997	20,313	17,841	5,031	4,888
Dividends distributed	1,424	1,320	920	588	423
Cash flow for the year	(3,146)	1,635	3,942	2,721	766
Gross investment in property, plant and equipment	2,030	1,514	1,180	1,121	1,000
Financial position (DKKm)					
DSV A/S shareholders' share of equity	68,703	71,519	74,103	47,385	49,430
Non-controlling interests	263	222	175	(88)	(111)
Total assets	147,110	159,045	161,395	96,250	97,557
Net working capital (NWC)	4,742	5,116	8,031	2,701	3,125
Net interest-bearing debt (NIBD)	34,583	29,870	29,245	18,189	18,355
Invested capital	99,973	99,540	101,231	64,285	68,595

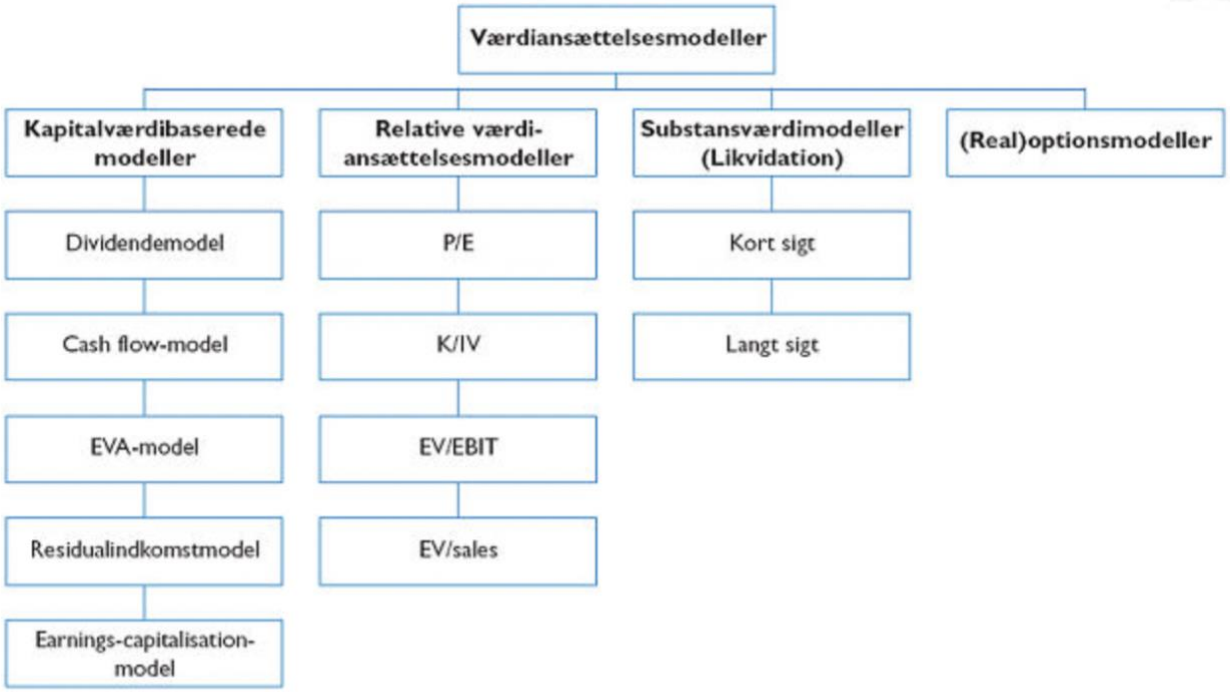
Ratios	2023	2022	2021	2020	2019
Financial ratios (%)					
Gross margin	29.1	22.1	20.6	24.6	25.1
Operating margin	11.8	10.7	8.9	8.2	7.0
Conversion ratio	40.4	48.3	43.1	33.4	28.0
Effective tax rate	24.8	23.9	24.5	24.3	25.8
ROIC before tax	17.8	25.1	19.6	14.3	13.4
Return on equity	17.6	24.1	18.4	8.8	11.6
Solvency ratio	46.7	45.0	45.9	49.2	50.7
Gearing ratio	1.5	1.0	1.4	1.3	1.8
Share ratios					
Earnings per share of DKK 1	57.7	77.3	49.3	18.7	18.7
Diluted adjusted earnings per share of DKK 1	58.7	81.4	50.9	26.5	22.1
Number of shares issued ('000)	219,000	219,000	240,000	230,000	235,000
Share price at year-end (DKK)	1,185.5	1,096.5	1,527.5	1,020.0	767.8
Proposed dividend per share (DKK)	7.00	6.50	5.50	4.00	2.50

Sustainability	2023	2022	2021	2020	2019
CO_2e (g/tonne-km) - Air transport	627.6	694.4	707.4	704.0	718.2
CO_2e (g/tonne-km) - Sea transport	7.0	6.6	6.5	6.2	6.4
CO_2e (g/tonne-km) - Land transport	94.3	89.4	89.8	86.3	93.2
Lost Time Injury Frequency Rate	3.3	2.8	4.5	6.7	5.0
Lost workdays due to lost time injury	50.7	52.0	61.0	78.8	97.5
Gender diversity (%) (female/male)	38/62	39/61	38/62	38/62	39/61
Employee turnover ratio (adjusted for synergies)	20.7	22.1	21.9	20.5	21.1
Full-time employees (FTE)	73,577	76,283	77,958	56,621	61,216

For a definition of financial key figures and ratios, please refer to page 82.
For a definition of sustainability data, please refer to our Sustainability Report.

Kilde: Annual Rapport 2023

Bilag 2:



Kilde: Plenborg (2000)

Kilde: Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (s.d.). Skat.

Bilag 3:

	Nettoomsætning
−	Driftsomkostninger
=	Driftsresultat før skat (EBIT)
+	Afskrivninger og andre ikke likviditetskrævende omkostninger (eksempelvis hensættelser)
−	Betalt skat (af driftsresultat)
=	Cash earnings
+/−	Forskydning i arbejdskapital (varelager, tilgodehavender, driftslikviditet og driftsgæld)
=	Pengestrøm fra driften
+/−	Anlægsinvesteringer og –frasalg
=	**Frit cash flow til långivere og ejere (FCF)**
+/−	Finansielle ind- og udbetalinger (efter skat)
−/+	Afdrag/optagelse af ny gæld
=	Frit cash flow til ejere
−	Udbytte
=	Overskydende likviditet

Kilde: Åbningsbalance og udarbejdelse af budgetter (udledning af cashflow). (s.d.). Skat.

Bilag 4:

Capital Asset Pricing-modellen (CAPM) /Ejerafkastkrav

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

β = Beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

r_f = Risikofrie rente

Kilde: Formler Indhold. (s.d.). Skat.

Bilag 5:

DSV company collected consensus
22-01-2024

DKKm	Actual Q4 2022	Actual FY 2022	Consensus Q4 2023 (average)	Median Q4 2023	Highest estimate Q4 2023	Lowest estimate Q4 2023	Consensus 2023 (average)	Median 2023	Highest estimate 2023	Lowest estimate 2023	Consensus 2024 (average)	Median 2024	Highest estimate 2024	Lowest estimate 2024	Consensus 2025 (average)	Median 2025	Highest estimate 2025	Lowest estimate 2025	Consensus 2026 (average)
Revenue																			
Air & Sea	35,923	174,431	22,224	22,370	23,901	20,115	93,342	93,488	95,019	91,233	92,659	92,899	100,421	83,032	96,756	97,542	107,540	87,836	101,073
Road	10,078	41,507	9,464	9,406	10,481	8,887	38,244	38,186	39,261	37,667	39,224	39,200	41,367	37,453	40,466	40,572	42,815	38,389	41,788
Solutions	6,224	24,409	6,088	6,131	6,411	5,568	23,149	23,192	23,472	22,629	23,914	24,016	24,682	22,821	24,912	24,983	25,916	23,814	25,899
Elimination / Group	-994	-4,682	-905	-930	-683	-1,000	-3,607	-3,632	-3,385	-3,702	-3,560	-3,655	-3,104	-3,821	-3,650	-3,698	-3,176	-4,042	-3,744
Revenue, total	**51,231**	**235,665**	**36,871**	**37,356**	**39,005**	**34,063**	**151,128**	**151,613**	**153,262**	**148,320**	**152,237**	**152,682**	**161,455**	**141,345**	**158,485**	**159,000**	**170,499**	**148,009**	**165,016**
Gross Profit																			
Air & Sea	7,277	34,624	6,059	6,050	6,158	5,985	26,050	26,041	26,149	25,976	24,255	24,086	26,005	22,584	25,253	25,325	26,885	23,676	25,844
Road	1,910	7,911	1,908	1,915	2,039	1,727	7,831	7,838	7,962	7,650	7,985	7,978	8,571	7,633	8,247	8,259	8,962	7,825	8,514
Solutions	2,347	9,318	2,428	2,431	2,543	2,238	9,467	9,470	9,582	9,277	9,579	9,608	9,892	8,804	9,981	9,938	10,460	9,156	10,440
Elimination / Group	122	296	69	98	152	-167	487	516	570	251	368	445	587	-274	358	474	605	-288	420
Gross Profit, total	**11,656**	**52,149**	**10,463**	**10,481**	**10,657**	**10,210**	**43,834**	**43,852**	**44,028**	**43,581**	**42,187**	**42,058**	**44,876**	**40,795**	**43,840**	**43,842**	**46,670**	**41,919**	**45,217**
EBITDA	**6,124**	**30,275**	**5,476**	**5,441**	**5,718**	**5,293**	**23,163**	**23,128**	**23,405**	**22,980**	**22,343**	**22,375**	**23,748**	**21,233**	**23,735**	**23,830**	**24,991**	**22,105**	**24,864**
EBIT																			
Air & Sea	3,816	20,658	3,083	3,081	3,303	2,938	13,551	13,561	13,784	13,331	12,367	12,379	13,293	11,373	13,215	13,117	14,221	11,830	13,626
Road	451	2,040	477	463	545	436	2,020	2,006	2,087	1,978	2,161	2,164	2,444	1,921	2,357	2,367	2,684	1,988	2,561
Solutions	546	2,701	598	603	684	460	2,356	2,352	2,583	2,205	2,515	2,530	2,721	2,322	2,750	2,776	3,039	2,506	2,997
Elimination / Group	-64	-195	-18	-25	161	-177	-24	-22	166	-205	-69	-100	95	-205	-89	-100	66	-386	-78
EBIT total - before special items	**4,749**	**25,204**	**4,140**	**4,128**	**4,414**	**3,929**	**17,903**	**17,896**	**18,187**	**17,702**	**16,973**	**16,964**	**18,251**	**15,798**	**18,234**	**18,091**	**19,285**	**16,607**	**19,106**
Profit before tax	**4,834**	**23,221**	**3,820**	**3,798**	**4,223**	**3,545**	**16,446**	**16,424**	**16,849**	**16,171**	**15,802**	**15,790**	**17,382**	**14,599**	**17,356**	**17,407**	**19,523**	**15,115**	**18,634**
Profit	**3,789**	**17,671**	**2,860**	**2,847**	**3,167**	**2,574**	**12,330**	**12,317**	**12,637**	**12,044**	**11,971**	**11,958**	**13,211**	**10,949**	**13,207**	**13,350**	**14,838**	**11,336**	**14,191**
Air & Sea																			
Airfreight, ton	368,477	1,557,972	339,836	339,566	350,053	331,629	1,308,066	1,307,887	1,318,657	1,300,233	1,391,180	1,378,781	1,524,106	1,336,640	1,465,636	1,453,507	1,655,000	1,387,236	1,504,255
GP/ton, DKK	**11,026**	**11,941**	**9,272**	**9,281**	**9,417**	**9,045**	**10,351**	**10,351**	**10,391**	**10,287**	**9,049**	**9,031**	**9,624**	**8,548**	**8,942**	**8,886**	**9,866**	**8,230**	**8,899**
Seafreight, TEU	626,190	2,665,147	638,373	639,946	648,107	626,190	2,522,859	2,523,947	2,532,055	2,510,138	2,634,576	2,628,558	2,766,484	2,567,289	2,760,574	2,743,119	2,922,000	2,665,987	2,863,589
GP/TEU, DKK	**5,133**	**6,011**	**4,548**	**4,519**	**4,706**	**4,381**	**4,959**	**4,952**	**4,998**	**4,916**	**4,430**	**4,455**	**4,897**	**4,085**	**4,405**	**4,376**	**4,884**	**4,085**	**4,359**
Number of estimates			**19**				**19**				**19**				**19**				**14**

Contributers:
ABG Sundal Collier, Bank of America, Barclays, Bernstein, Carnegie Bank, Citi, Danske Bank, Deutsche Bank, DNB Markets, Goldman Sachs, J.P. Morgan, Jyske Bank, Kepler Cheuvreux, Morgan Stanley, Nordea, SEB Enskilda Equities, Stifel, Sydbank & UBS.

Notes:

1. The total lines do not necessarily match the sum of the divisions. This is due to the fact that some estimates are only published on group level and not split on divisions.

DSV IR Contact details:

Flemming Ole Nielsen	flemming.o.nielsen@dsv.com	+45 43 20 33 92
Alexander Plenborg	alexander.plenborg@dsv.com	+45 43 20 33 73
Sebastian Rosborg	sebastian.rosborg@dsv.com	+45 43 20 33 87

Kilde: DSV. (2024, januar). *DSV company collected consensus*. DSV.

Bilag 6:

Forventet omsætning - Konsensus				
DSV	2024	2025	2026	Gennemsnit
Omsætning, mio	152.237	158.485	165.016	
Årlig vækst	0,96%	4,10%	4,12%	3,06%

Udregnet i Excel på baggrund af Bilag 5.

Bilag 7:

Historisk omsætning											
DSV	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Omsætning, mio	48.582	50.869	67.747	74.901	79.053	94.701	115.932	182.306	235.665	150.785	
Årlig vækst	-	4,71%	33,18%	10,56%	5,54%	19,79%	22,42%	57,25%	29,27%	-36,02%	16,30%

Udregnet i Excel på baggrund af Annual Report 2018 & 2023.

Bilag 8:

World Average Annual GDP Grwoth	2,94%
Historisk vækst	16,30%
For ventet vækst	3,06%
Gennemsnit	7,43%

Udregnet i Excel på baggrund af to ovenstående beregninger, og bilag 19.

Bilag 9:

DSV Ebit-margin (Historisk)					
Årstal	2019	2020	2021	2022	2023
Ebit-margin	6,18%	6,35%	8,64%	10,22%	11,75%

Udregnet på baggrund af årsrapporterne de pågældende år.

Bilag 10:

Resultatopgørelse for 2019-2023 (mio)					
DKKm	2019	2020	2021	2022	2023
Revenue	**94.701**	**115.932**	**182.306**	**235.665**	**150.785**
Direct costs	- 70.947	- 87.398	- 144.691	- 183.516	- 106.967
Gross profit	**23.754**	**28.534**	**37.615**	**52.149**	**43.818**
Other external expenses	- 3.133	- 3.291	- 4.173	- 5.559	- 4.838
Staff costs	- 10.329	- 11.684	- 13.025	- 16.315	- 15.983
EBITDA	**10.292**	**13.559**	**20.417**	**30.275**	**22.997**
Amortisation and depreciation	- 3.638	- 4.039	- 4.194	- 5.071	- 5.274
EBIT BEFORE SPECIEL ITEMS	**6.654**	**9.520**	**16.223**	**25.204**	**17.723**
Special items	- 800	- 2.164	- 478	- 1.117	-
EBIT	**5.854**	**7.356**	**15.745**	**24.087**	**17.723**

Udgør af omkostninger i %						
Årstal	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Omkostninger i i alt, mio.	- 88.847	- 108.576	- 166.561	- 211.578	- 133.062	
Direct costs	80%	80%	87%	87%	80%	83%
Other external expenses	4%	3%	3%	3%	4%	3%
Staff costs	12%	11%	8%	8%	12%	10%
Amortisation and depreciation	4%	4%	3%	2%	4%	3%
Special items	1%	2%	0%	1%	0	0,74%

Udregnet på baggrund af årsrapporterne de på gældende år.

Bilag 11:

Årstal	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Tax Rate	23,30%	25,80%	24,30%	24,50%	23,90%	24,80%	24%

Udregnet på baggrund af årsrapporterne de pågældende år.

Bilag 12:

Investeringer	2019	2.020	2021	2.022	2023	
Cashflow from investings	1371	-556	420	-966	-2030	
%-andel af omsætningen	2019	20	2021	2022	2023	Gennemsnit 5 år
Cashflow from expenditures	1,4%	-0,5%	0,2%	-0,4%	-1,3%	-0,1%

Udregnet på baggrund af årsrapporterne de pågældende år.

Bilag 13:

OPLYSNINGER			DSV X NEOM			
Cash Flow	35.000.000.000					
Years	2024-2031	8				
Gennemsnitlig årlig investering	4.375.000.000					
Årstal	2024	2025	2026	2027	2028	
Investering i mio. i NEOM-projektet	- 4.375	- 4.375	- 4.375	- 4.375	- 4.375	Gennemsnit
%-andel af omsætningen	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%	-2,59%

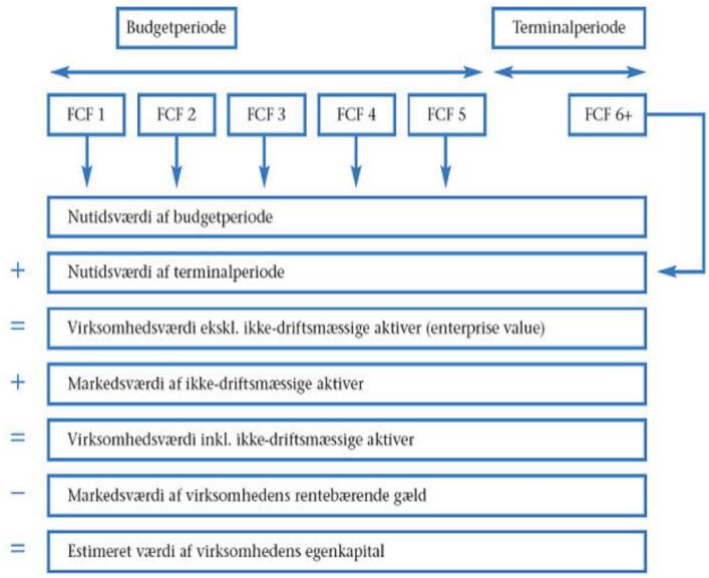
Kilde: *NEOM og DSV opretter logistik-joint venture til en værdi af 10 mia. dollars*. (s.d.). DSV.

Bilag 14:

Betaværdier - DSV	
Infrontanalytics	1,15
Beregnet betaværdi	1,28
Gennmsnit	1,21

Udregnet på baggrund af *Levered/Unlevered Beta of DSV Panalpina A/S (DSV | DNK)*. (s.d.). & *DSV A/S Historical Data*. (s.d.). Yahoo Finance.

Bilag 15:



Kilde: *DCF-modellen*. (s.d.). Skat.

Bilag 16:

DSV Ebit-margin (Historisk)						DSV Ebit-margin (forventet)			
Årstal	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Gennemsnit
Ebit-margin	6,18%	6,35%	8,64%	10,22%	11,75%	11,15%	11,51%	11,58%	9,67%
					Ebit	16.973	18.234	19.106	
					Omsætning	152.237	158.485	165.016	

Kilde: Annual report 2023 &: DSV. (2024, januar). *DSV company collected consensus*. DSV.

Bilag 17

I kr.	DSV EGENKAPITAL
Aktiekurs d. 9 april	1.148,50 kr.
Antal aktier	219.000.000
Egenkapitelens værdi udgøre	251.521.500.000

Kilde: Nordnet

Bilag 18:

I mio	DSV GÆLDSRENTE
Net finansial expenses	1233
Total liabilities	78.144
Gældsrente	1,58%

Kilde: Annual report 2023

Bilag 19:

World Average Annual GDP Growth			
2000	4,52%		
2001	2,01%		
2002	2,30%		
2003	3,11%		
2004	4,47%		
2005	4%		
2006	4,42%		
2007	4,38%		
2008	2,07%		
2009	-1,34%		
2010	4,54%		
2011	3,32%		
2012	2,71%		
2013	2,81%		
2014	3,07%		
2015	3,08%		
2016	2,81%		
2017	3,39%		
2018	3,29%		
2019	2,59%		
2020	-3,07%		
2021	6,02%		
2022	3,08%		
Gennemsnit	2,94%		

Kilde: *World GDP Growth Rate 1961-2024*. (s.d.). MacroTrends

Bilag 20:

TERMINAL VALUE MODEL (mio kr.)										
TERMINAL VALUE =	(	14130	*	(	1	+	3%	)	)	
			(	7,55%	-	3%	)			
TERMINAL VALUE =	14615,76066									
	4,11%									
TERMINAL VALUE =		355.302								

Kilde: *How to Calculate Terminal Value (TV) in CRE*. (s.d.). Lev.

Bilag 21:

	Andel af omsætning i %			
Assets	2021	2022	2023	Gennemsnit
Intangibles assets	42%	33%	51%	42%
Right-of-use assets	8%	6%	10%	8%
Property, plant and equipment	3%	3%	4%	3%
Other receivables	1%	0%	2%	1%
Deferred tax assets	2%	1%	2%	2%
Total non-current assets	56%	44%	69%	57%
Trade receivables	20%	14%	15%	16%
Contract assets	5%	2%	3%	4%
Inventories	0%	1%	3%	1%
Other receivables	2%	2%	3%	2%
Cash and cash equivalents	5%	4%	4%	4%
Assets held for sale	0%	0%	0%	0%
Total current assets	32%	23%	28%	28%
Total assets	89%	67%	98%	85%
Equity and liabilities				
Share capital	0,13%	0,09%	1,34%	1%
Reserves and re	40,52%	30,25%	0,15%	24%
DSV A/S shareholders' share of equity	40,65%	30,35%	45,42%	39%
Non-controlling interests	0,10%	0,09%	45,56%	15,25%
Total equity	40,74%	30,44%	45,74%	39%
Lease liabilities	6,50%	5,60%	9,38%	7%
Borrowings	9,32%	9,08%	9,38%	9%
Pensions and similar obligations	0,50%	0,50%	13,27%	5%
Provisions	1,92%	1,81%	0,85%	2%
Deferred tax liabilities	0,25%	0,21%	2,50%	1%
Total non-current liabilities	18,49%	17,20%	0,40%	12%
Lease liabilities	1,89%	1,52%	2,53%	2%
Borrowings	2,45%	0,35%	1,42%	1%
Trade payables	9,35%	6,36%	8,70%	8%
Accrued cost of services	7,29%	5,13%	5,25%	6%
Provisions	1,01%	1,02%	1,30%	1%
Other payables	5,63%	4,09%	5,40%	5%
Tax payables	1,69%	1,38%	0,83%	1%
Total current liabilities	29,30%	19,85%	25,43%	25%
Total liabilities	47,79%	37,05%	51,82%	46%
Total equity and liabilities	88,53%	67,49%	97,56%	85%

Kilde: Udregnet på baggrund af DSV's egen opgjorte balance, i perioden 2021-2023.

Bilag 22.

Beta værdi	
Okt 2023 - April 2024	1,57
2022-2024	1,34

Kilde: *DSV A/S Historical Data*. (s.d.). Yahoo Finance.

Bilag 23:

Firma	P/E værdi
DSV	19,98
C.H Robinson	26,39
DHL Group	12,29
UPS	19,72
FedEx	14,45
A.P Møller Maersk	6,14
Gennemsnit/Markedsniveau for peer gruppen	16,495
Kilde: Nordnet	

Bilag 24:

BETA 5 år
1,11

DSV A/S Historical Data. (s.d.). Yahoo Finance.

Bilag 25:



Billeder over den sidste periode af dsv aktien.

Kilde: Nordnet