

DSV: Årsregnskab 2018

Opdateret den 8. februar 2019

Aktien

Dato: 07.02.2019

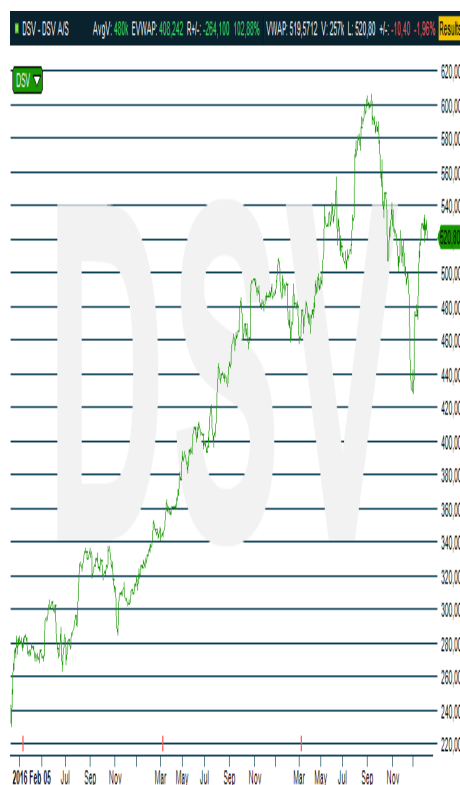
Kursmål: 575

Kurs: 521,20

Fondskode: 6007953

Risiko: Middel

Web: <http://dsv.com>



Finanskalender:

15.03.2019	Generalforsamling
30.04.2019	1. kvartalsregnskab 2019
31.07.2019	2. kvartalsregnskab 2019
25.10.2019	3. kvartalsregnskab 2019

Selskabets ledelse:

Kurt Larsen, Bestyrelsesformand

Jens Bjørn Andersen, CEO

Jens H. Lund, CFO

Det fremlagte 4. kvartalsregnskab for 2018 fra DSV var solidt. Omsætningen steg mere end forventet, men indtjeningen var noget lavere end forventet.

Hovedtal fra 4. kvartalsregnskabet 2018:

Omsætning på i alt DKK 20.945 mio. mod forventet DKK 20.268 mio.
EBIT før særlige poster DKK 1.338 mio. mod forventet DKK 1.422 mio.
Nettoresultat DKK 928 mio. mod forventet DKK 1.010 mio.

DSV's forventninger til 2019:

Driftsoverskud før særlige poster DKK 5.900—6.300 mio.
Justerede frie pengestrømme DKK 4.300 mio.

Baggrunden for kvartalets skuffende indtjening ser vi i de to største divisioner Air & Sea og Road.

"Hvis man ser på eksempelvis luftfragtmarkedet, så har der været fald i december, neutralt i november og en fin vækst i oktober. Det er anderledes, end det har været i nogle af de andre kvartaler. Jeg ved ikke, hvor meget analytikerne har taget højde for udviklingen i deres tal," siger Jens Lund, der er finansdirektør i DSV. Han tilføjer, at der har været nogle mindre reguleringer i både Road og Air & Sea, ligesom selskabet har måttet lave nogle små hensættelser til nogle kunder. "Regulerer man for de forhold, ligger DSV's resultater nok nærmere konsensus," siger Jens Lund, som også glæder sig over, at selskabet i fjerde kvartal løftede den samlede omsætning til 20.945 mio. kr. mod ventet 20.268 mio. kr. "Vi synes egentlig, at når vi ser på vores volumen og vækst, så ser det godt ud. At indtjeningen så er lidt under det ventede, hænger nok sammen med hele den markedsituation, der nu engang er, plus at vi har haft nogle mindre særlige forhold. Men generelt set buldrer forretningen jo derudaf. Vi tager massive markedsandele, og det er det, der tæller, så vi er rigtig godt tilfredse," fortæller Jens Lund.

DSV er en af Europas største speditører, så der holdes naturligt nok øje med briternes forestående exit fra EU. Brexit skaber usikkerhed hos flere af de kunder, som DSV leverer services til.

"Lige nu forbereder vi os egentlig på alle udfaldsmuligheder. På den ene side kan det komme til at blive "business as usual", mens det på den anden side kan ende i et scenarie, hvor vi skal bruge over 200 flere medarbejdere til at håndtere den volumen, vi har ind og ud. Så vi laver nogle beredskabsplaner og hyrer faktisk også personale ind, så vi alle steder i hele Europa vil kunne håndtere, hvad end der sker," forklarer Jens Lund.

En sjælden gang har vi set et kvartalsregnskab fra DSV, som skuffer på indtjeningen. Årsagen ser vi som forbigående, da vi forventer, på sigt, en løsning på Brexit og handelskrigen mellem Kina og USA. DSV har været dygtige til at tilpasse forretningen til de enhver tids gældende markedsforhold. Et af midlerne er opkøb og selskabets tilbud om opkøb af Panalpina overskygger for øjeblikket regnskabet. Som investor skal man være tålmodig i forhold til DSV's næste mulige opkøb. Det er for øjeblikket flere potentielle købskandidater i spil, hvorfor selskabet ikke annoncerer et aktietilbagekøbsprogram. Med baggrund i det solide regnskab fastholder vi vores købsanbefaling og kursmål på DKK 575 på 12-18 måneders sigt.

Kurstriggere:

- Nyt opkøb af konkurrerende transportvirksomhed, som supplerer DSV's forretning.
- En mærkbar forbedring i økonomien med øget aktivitet og efterspørgsel til følge.
- Yderligere aktietilbagekøb.
- Fortsat forretningsfremgang på det globale marked.
- Øget omkostningsfokus.

Kursrisici:

- Eskalering af den globale handelskrig – og dermed reduktion af den globale samhandel.
- En længere end ventet nedgang i økonomien.
- Problemer med selskabets primære vareleverandører og vognmænd.
- Meget høje forventninger til selskabets udvikling. Der er ikke plads til fejltrin.
- Pres på indtjeningsmargin.

Selskabsprofil

DSV er den førende uafhængige nordiske leverandør af transport- og logistikydelser og den fjerdestørste på den globale scene, etableret i mere end 80 lande. Selskabet har hver dag ca. 20.000 lastbiler på vejene og håndterer mere end 1.400.000 TEU søfragt og 700.000 tons luftfragt om året. Det er delt op i følgende divisioner: Road, Air and Sea og Solutions (logistics), der opererer mere end 300 lagre med et areal på 4.700.000 m². DSV fungerer primært som mellemmand og formidler af transportydelser.

DSV har ofte brugt opkøb som en genvej til en øget markedsplatform. Købet af UTI Worldwide Inc. i 2016 har bragt DSV op i en større liga end tidligere. Før dette opkøb har DSV i nyere tid opkøbt både hollandske Frans Maas og belgiske ABX.

Foruden selve transporten af forskelligt gods har DSV via deres Solutions-del specialiseret sig i at tilbyde logistiske løsninger til kunden, heriblandt lagerstyring for bl.a. Volvo og en bred vifte af ydelser, der knytter sig til kundens forsyningskæde.

Forretningsmodel og strategi

DSV har som erklæret mål maksimalt at eje 10 procent materiel. Dette gør selskabet modstandsdygtigt i nedgangstider, idet værdiforringelser som følge af en lavere efterspørgsel på aktiver ikke rammer selskabet i samme omfang som et traditionelt selskab.

Dette er eksempelvis kommet til udtryk under finanskrisen, hvor DSV har kunnet gardere sig imod en lavere aktivitet med prispres til følge ved at "aflæsse" på deres leverandører, vognmændene, som må acceptere dårligere vilkår som følge af overkapacitet på markedet.

Det logiske spørgsmål ville så være, om DSV performer ringere end konkurrenterne i opgangstider med underkapacitet på markedet for transportydelser og dermed forbedrede forhandlingsmuligheder for vognmændene, men også i disse perioder har DSV vist sig som værende i stand til at hente positive resultater.

DSV har gennem en årrække været særdeles aktive inden for opkøb. Igennem disse opkøb har DSV indhentet vigtig erfaring mht. integrationsprocessen, og DSV er kendt for en ofte gnidningsfri og kompetent integration af opkøbte selskaber, hvilket hurtigt skaber en værdiforøgelse af selskabet blandt andet via synergier.

Problemet med denne forretningsmodel er, at DSV er yderst afhængige af leverandørerne (og vice versa). Grundet den økonomiske situation har DSV i en periode presset fragtmændene for at gardere sig mod aktivitetsnedgangen generelt, og der har været en vis utilfredshed at spore hos disse. Retfærdigvis skal det dog siges, at DSV har formået at styre uden om strejker og deslige, selvom fragtmændene har måttet bøde for den generelle nedtur i økonomien.

De makrofaktorer, som driver DSV's børsværdi, er:

- ◆ Markedskonjunkturerne, idet en positiv udvikling er tegn på øget aktivitet og dermed større efterspørgsel efter fragt og transport.
- ◆ Specifik forbedring af den økonomiske situation i de lande, hvor DSV oplever den største aktivitet, heriblandt USA, Tyskland og Spanien.
- ◆ En stigende oliepris kan ramme DSV marginalt grundet stigende brændstofomkostninger.

De virksomhedsspecifikke faktorer, som driver DSV's børsværdi, er:

- ◆ En minimal binding i aktiver sikrer noget nær immunitet over for værdiudsving inden for materielle aktiver som eksempelvis lastvogne.
- ◆ Fleksibilitet inden for valget af leverandører, idet DSV ikke har vognmænd tilknyttet selskabet som ansatte, men i stedet benytter dem som leverandører. Dermed har DSV typisk ikke langtidskontrakter på disse og kan i højere grad videreføre omkostninger til leverandørerne.

Danske estimates for 2019 incl. IFRS 16

DKKm	Q4 17	Q4 18E	2017	2018A	2018E		2019E		2020E		2020E	
					Danske	Comp. Cons.	Danske	Comp. Cons.	Danske	Comp. Cons.	Danske	Comp. Cons.
Air and Sea	8,817	8,774	35,204	36,972	35,908	36,548	3.0%	1.2%	37,703	36,548	39,589	39,927
Road	7,796	7,890	30,627	31,243	31,240	31,444	0.0%	-0.6%	32,177	31,444	33,142	33,838
Solutions	3,014	3,009	11,362	13,229	12,385	12,748	6.8%	3.8%	13,128	12,748	13,915	14,299
Eliminations	-534	-532	-2,292	-2,391	-2,284	-2,348	-4.7%	-1.8%	-2,384	-2,348	-2,489	-2,455
Revenue	19,093	19,140	74,901	79,053	77,248	78,362	2.3%	0.9%	80,624	78,362	84,157	85,552
Air and Sea	2,092	2,266	8,624	9,193	9,157	9,174	0.4%	0.2%	9,879	9,639	10,369	10,013
Road	1,259	1,314	5,287	5,308	5,311	5,357	-0.1%	-0.9%	6,530	5,551	6,730	5,746
Solutions	723	774	2,730	3,035	2,972	3,013	2.1%	0.7%	4,476	3,239	4,709	3,396
Eliminations	-20	3	-36	-47	-41	-46	-14.3%	-1.2%	-43	-38	-45	-42
Gross profit	4,054	4,356	16,605	17,489	17,398	17,484	0.5%	0.0%	20,842	18,361	21,764	19,116
EBITDA before special items	1,416	1,607	5,664	6,212	6,275	6,276	-1.0%	-1.0%	9,376	6,764	9,918	7,196
Air and Sea	789	914	3,225	3,693	3,710	3,707	-0.5%	-0.4%	4,027	3,966	4,317	4,202
Road	231	305	1,201	1,147	1,213	1,215	-5.4%	-5.6%	1,393	1,316	1,449	1,430
Solutions	185	218	494	709	704	702	0.7%	0.9%	939	786	1,040	855
Eliminations	-9	-18	-42	-99	-96	-92	-3.1%	-7.7%	-115	-80	-130	-84
EBIT before special items	1,196	1,419	4,878	5,450	5,531	5,536	-1.5%	-1.5%	6,244	5,992	6,676	6,409
Special items	-154	0	-525	0	0				0		0	
Net financials	-131	-81	-556	-249	-210		-18.6%		-605		-619	
Profit before tax	911	1,338	3,797	5,201	5,321	5,296	-2.3%	-1.8%	5,642	5,723	6,062	6,164
Tax	136	301	785	1,213	1,224		-0.9%		1,298		1,394	
Profit for the year	775	1,037	3,012	3,988	4,097	4,066	-2.7%	-1.9%	4,344	4,406	4,668	4,743
Air and Sea	23.7%	25.8%	24.5%	24.9%	25.5%	26.1%	-0.6%	-1.3%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%
Road	16.1%	16.7%	17.3%	17.0%	17.0%	20.4%	0.0%	-3.4%	20.3%	20.3%	20.3%	20.4%
Solutions	24.0%	25.7%	24.0%	22.9%	24.0%	35.4%	-1.1%	-12.4%	34.1%	34.1%	33.8%	33.3%
Gross margin	21.2%	22.8%	22.2%	22.1%	22.5%	25.9%	-0.4%	-3.8%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
Air and Sea	37.7%	40.4%	37.4%	40.2%	40.5%	40.4%	-0.3%	-0.2%	40.8%	41.1%	41.6%	42.0%
Road	18.3%	23.2%	22.7%	21.6%	22.8%	22.7%	-1.2%	-1.1%	21.3%	23.7%	21.5%	24.9%
Solutions	25.6%	28.1%	18.1%	23.4%	23.7%	23.3%	-0.3%	0.0%	21.0%	24.3%	22.1%	25.2%
Conversion ratio	29.5%	32.6%	29.4%	31.2%	31.8%	40.2%	-0.6%	-9.0%	30.0%	30.0%	30.7%	32.6%
Air and Sea	8.9%	10.4%	9.2%	10.0%	10.3%	10.1%	-0.3%	-0.2%	10.7%	10.9%	10.9%	10.5%
Road	3.0%	3.9%	3.9%	3.7%	3.9%	3.9%	-0.2%	-0.2%	4.3%	4.2%	4.4%	4.2%
Solutions	6.1%	7.2%	4.3%	5.4%	5.7%	5.5%	-0.3%	-0.1%	7.2%	6.2%	7.5%	6.0%
EBIT margin	6.3%	7.4%	6.5%	6.9%	7.2%	10.4%	-0.3%	-3.5%	7.7%	7.7%	7.9%	8.4%
Tax rate	14.9%	22.5%	20.7%	23.2%	23.0%	23.2%	0.2%	0.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%

Dette materiale henvender sig til Danske Andelskassers Banks kunder og må ikke uden Danske Andelskassers Banks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre.

Materialet er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Danske Andelskassers Bank finder troværdige.

Danske Andelskassers Bank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsæt-

ninger.

Anbefalinger i materialet er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Danske Andelskassers Bank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i materialet. Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i materialet.