

Tanker om en sammenlægning af DSV og DB Schenker

DSV er en af de tre danske aktier der har fundet vej til porteføljen i Furesø Globale Kvalitetsaktier. DSV har en lang historik med værdiskabende opkøb. Man kan nævne DFDS Dantransport (2000), Frans Maas (2006), ABX (2008), UTi (2016), Panalpina (2019) og GIL (2021). Derfor er det interessant, at det statsejede Deutsche Bahn har meldt ud, at de ønsker et frasalg af deres speditørforretning, DB Schenker.

Ifølge flere medier er feltet af interesserede købere nu indsnævret til fire. Disse skulle være DSV, Mærsk, det saudiske shippingselskab Bahri og et konsortium af kapitalfonde bestående af CVC, Abu Dhabi Investment Authority og GIC fra Singapore. Medierne skriver, at Deutsche Bahn vil indsamle endelige bud i juli 2024.

De vigtigste konklusioner hvis DSV køber DB Schenker til EUR 15 mia.:

- Handlen finansieres med ny egenkapital for ca. DKK 65 mia. og ny gæld for 45 mia.
- Indtjeningen per aktie (2023) øges med ca. 30 % og 20-30 % under alternative forudsætninger.
- 2025 P/E vil falde til omkring 15x og er attraktivt relativt til en normal multipel omkring 18x.
- Schenker skal kunne øge EBIT-marginen til 9-10 % under DSV, hvis handlen skal give mening.
- Vi tror, integrationsomkostningerne kan blive på omkring DKK 6 mia.
- Afkastet på den investerede kapital er kun 12 % før skat, hvis man betaler 15 mia. EUR.
- Handlen tror vi vil skabe omkring 20 mia. i merværdi for aktionærene, 10 % af DSVs markedsværdi.
- Gearingen lander på 2x EBITDA og er dermed spiselig for aktionærer og kreditorer.

Alt i alt tror vi, det kunne blive en fornuftig transaktion for DSV, som giver både finansiell og strategisk mening. Vi kunne godt ønske os en lavere pris end EUR 15 mia., og vi vil opfordre til disciplin omkring købsprisen; ellers bliver værdiskabelsen for lav ift. integrationsrisikoen på et opkøb af den størrelse.

Potentiel 30% stigning i indtjeningen per aktie

I tabellen herunder kan man se sammensætningen af DSV og DB Schenkers omsætning, EBIT og deres respektive EBIT-marginer fordelt på de tre divisioner Air&Sea, Road og Solutions. Det mest bemærkelsesværdige er, at DB Schenkers EBIT-margin er 580 bp lavere end DSV. Forskellen kan ikke forklares via omsætningsmix, idet marginerne er lavere på alle divisioner, og DB Schenkers EBIT-margin for Road er kun en faktor 0,35x imod DSVs rentabilitet for samme division. Der kan således være en god case i opkøbet, såfremt man kan hæve Schenkers rentabilitet op imod DSVs niveau.

2023	Andel af omsætning			EBIT margin			Andel af EBIT		
	DSV	DB Schenker	Diff	DSV	DB Schenker	Diff	DSV	DB Schenker	Diff
Air and Sea	60%	45%	15%	14,4%	8,9%	5,4%	75%	68%	7%
Road	25%	41%	-16%	5,3%	1,9%	3,4%	11%	13%	-2%
Solutions	15%	14%	1%	10,2%	8,0%	2,2%	13%	19%	-6%
Total	100%	100%	0%	11,8%	5,9%	5,8%	100%	100%	0%

I tabellen herunder har vi forsøgt at illustrere, hvordan DSVs indtjening per aktie vil ændre sig under en række antagelser. Det er vigtigt at notere sig, at beregningen er lavet for 2023. Bemærk, at DSV og DB Schenker vil se en reduktion i deres resultat i 2024 pga. lavere fragt rater.

2023	DSV	DB Schenker	DB Schenker @ DSV	Proforma pre debt	Proforma post new debt	Change
Revenue	150.785	142.325	135.209	285.994	285.994	90%
Gross profit	43.818	58.211				
Gross profit margin	29%	41%				
EBIT	17.723	8.411	13.521	31.244	31.244	76%
EBIT margin	11,8%	5,9%	10,0%	10,9%	10,9%	-0,8%
Special items, costs	0	0	0	0	0	
Financial income	473	0	0	473	473	0%
Financial expense	1.706	0	0	1.706	3.505	105%
NFE	1.233	0	0	1.233	3.032	146%
PTP	16.490	8.411	13.521	30.011	28.212	71%
Tax	4.083	2.523	4.056	8.139	7.651	87%
Tax rate	24,8%	30,0%	30,0%	27,1%	27,1%	
Net profit	12.407	5.888	9.465	21.872	20.561	66%
Minorities	92	0	0	92	92	0%
Net profit for shareholders	12.315	5.888	9.465	21.780	20.469	66%
No. Shares	213,5			213,5	276	29%
Earnings per share	57,7				74,2	29%

De vigtigste forudsætninger er:

- DSV køber DB Schenker til EUR 15mia. eller DKK 112mia.
- DSV er i stand til at løfte DB Schenkers EBIT marginer til DSVs niveau indenfor de respektive divisioner. Dermed vil DB Schenkers total margin stige til ca. 10% fra 5,8%.
- DSV udsteder ny gæld for ca. 45mia. DKK og udsteder nye aktier for ca. DKK 67mia. Aktieemissionen antages til nuværende kurs (DKK 1105). Dvs. der udstedes 30% nye aktier eller 65mio. nye aktier.
- Den samlede gældskapacitet findes ved 2x gennemsnittet af EBITDA før og efter synergier for proforma selskabet.
- DB Schenker mister 5% af omsætningen på grund af de bliver opkøbt.
- Den nye gæld kan udstedes til en rente på 4%.

På disse simple forudsætninger vil DSV øge indtjeningen per aktie i 2023 med ca. 30 %. Det er ca. 17 DKK per aktie. DSV handler på en 2025 P/E på 17,8x, og antager man, at DB Schenkers resultatudvikling vil følge DSVs fra 2023 til 2025, så vil proforma DSV handle omkring 15x indtjeningen i 2025 inklusiv DB Schenker.

Måler man siden 2010, har DSV handlet til ca. 20x indtjeningen for de næste 4 kvartaler. Måles der i perioden 2010-2019 for at undgå COVID-perioden med inflaterede fragt rater, handlede DSV til 18x indtjeningen. Der er således et godt potentiale for, at et opkøb som beskrevet herover vil få en positiv indvirkning på kursen.

Hvad hvis prisen er højere eller marginpotentialet er lavere?

Umiddelbart virker dette jo som en fin handel. Men hvor kan vi tage fejl? For det første har vi ikke taget integrationsomkostninger med; det lader vi ligge indtil videre. Men hvordan ser regnestykket ud under alternative antagelser om købsprisen og DB Schenkers margin efter synergier? I tabellen herunder har vi illustreret påvirkningen på indtjeningen per aktie for 2023 som funktion af disse to parametre. De andre antagelser er uændrede.

EPS ændring, 5% tab af omsætning for Schenker	Købspris EUR mio.		
EBIT margin DB Schenker	15.000	16.500	18.000
7%	10%	6%	2%
8%	16%	12%	8%
9%	22%	18%	14%
10%	29%	24%	20%

Antager man et 10% tab af omsætning til DB Schenker på baggrund af opkøbet, vil tabellen se sådan ud.

EPS ændring, 10% tab af omsætning for Schenker	Købspris EUR mio.		
EBIT margin DB Schenker	15.000	16.500	18.000
7%	8%	4%	0%
8%	14%	10%	6%
9%	19%	15%	11%
10%	25%	21%	17%

DB Schenker er et stort opkøb for DSV, og derfor skal det være transformerende, for at investorerne vil løbe integrationsrisikoen, selvom man har en flot historik. I vores optik skal DSV kunne vise en effekt på normaliseret EPS, som er omkring 20 %, for at investorerne vil klappe i hænderne, og derfor tror vi ikke, at DSV vil betale mere end 15 mia. EUR.

ROIC målsætningen er nok ikke mulig at opretholde i en DB Schenker transaktion:

Indtjening per aktie er én ting, men hvad med afkastet på den kapital man betaler for forretningen? DSV har en målsætning om at nå en ROIC på over 20 % før skat i 2026. ROIC står for Return On Invested Capital. Betaler man således 15 mia. EUR eller DKK 112 mia., så skal det tilsvarende årlige EBIT være ca. 22 mia. DKK, svarende til en EBIT-margin på 16,5 %, og det er urealistisk.

I vores nuværende modellering vil DSV komme til at lave en ROIC på lidt over 15 % før skat i 2025, og antager man, at Schenker kan lave 10 % EBIT-margin og 15 % ROIC, er en spiselig hurdle rate på den korte bane. Ja, så skal man kun betale EUR 12 mia. eller DKK 90 mia. for DB Schenker. Tilbage i marts 2024 var priserne for DB Schenker på rygtebørsen i spændet 12-15 mia. EUR. I takt med, at feltet er indsnævret, er denne pris steget, eller måske ønsker diverse interessenter blot at tale prisen op i medierne.

Hvis DSV betaler 15 mia. EUR for Schenker og de kan lave ca. 10 % margin, så vil ROIC før skat kun være omkring 12 %, og med 30 % selskabsskat i Tyskland falder dette til knap 9 % efter skat. Vi anvender et afkastkrav, WACC, på 8 % i vores base case-værdiansættelse af DSV, og derfor vil en transaktion til EUR 15 mia. ikke være voldsomt værdiskabende. I en simpel discounted cash flow-model er det omkring 10 % af den nuværende markedsværdi.

Hvor høje bliver integrationsomkostningerne?

En stor del af integrationsomkostningerne vil være til fratrædelsesgodtgørelser til medarbejdere.

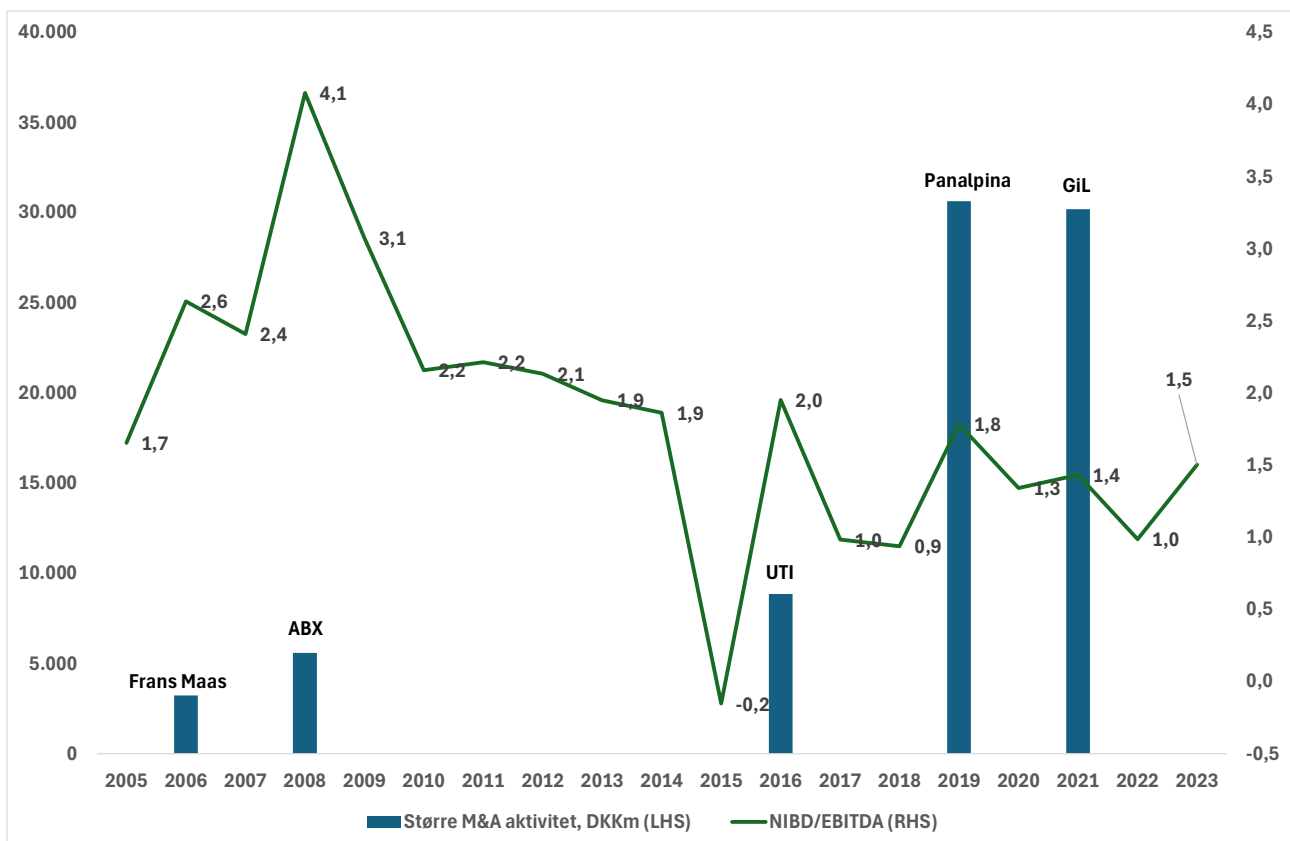
For at sætte et tal på kan man tage udgangspunkt i, hvad der skete med medarbejderstaben, da DSV købte Panalpina. I 2018 havde de to selskaber 62.000 medarbejdere, heraf 14.500 i Panalpina. Ultimo 2020 var medarbejderstaben skrumpet med ca. 4.600 personer. Antager man, at alle disse er Panalpina-medarbejdere, så svarer det til en reduktion på 32 %. DB Schenker havde 72.000 medarbejdere i 2023, og antager man en 30 % reduktion i antallet af medarbejdere, så svarer det til lidt under 22.000.

Baseret på Deutsche Bahns regnskab vurderer vi, at DB Schenkers ansatte bliver betalt omkring 420.000 DKK om året. Den gennemsnitlige anciennitet er 15 år, og vi kan google os til, at praksis i Tyskland er en halv månedsløn for hvert år, man har været ansat. Dvs. i gennemsnit vil man betale 262.000 DKK til 22.000 medarbejdere, svarende til 5,8 mia. DKK.

Normalt kan man regne med, at DSVs integrationsomkostninger til opkøb er på niveau med de årlige omkostningssynergier. Hvis DB Schenker skal ramme 10 % EBIT-margin, og det alene skal forklares af omkostningssynergier, så vil disse ligge omkring DKK 5,1 mia. Dvs. vores bud på de 5,8 mia. DKK er nok ikke helt ved siden af.

Hvor høj bliver gearingen efter opkøbet?

I vores lille øvelse herover har vi antaget, at DSV har en samlet gældskapacitet på 80 mia. DKK, samt at proforma-selskabet (DSV + DB Schenker) laver 2023 EBITDA på 37,2 mia. før synergier og 42,3 mia. efter synergier. Med DKK 80 mia. i nettorentebærende gæld vil gearingen, målt som NIBD/EBITDA, være mellem 1,9x – 2,1x. Ultimo 2023 var DSVs gearing 1,5x, og selskabet har en målsætning om, at gearingen skal være under 2x. I juni 2008 købte DSV ABX Logistics, og gearingen blev øget til 4x EBITDA; herefter ramte finanskrisen, og DSV blev bedt om at rejse ny egenkapital af bankerne. Selvom indtjeningen per aktie stiger mere, når gearingen øges, så er det vores indtryk, at ledelsen og bestyrelsen i DSV ikke har lyst til at ende i en lignende situation, og derfor tror vi ikke, gearingen i forbindelse med et eventuelt opkøb af DB Schenker kommer over 2x.



Hvis EBITDA falder 30 % på grund af en recession eller lignende, vil gearingen øges til 2,9x, hvis udgangspunktet er en gearing på 2x EBITDA. Det tror vi stadig er spiseligt for bankerne, hvis situationen skulle opstå.