



Nyhedsbrev nr. 3

Nyheder siden sidst:

Afkast på 5,7% i andet kvartal 2024

Tegningsperiode og børsnotering

Fonden er nu tilgængelig i din netbank, Nordnet og Saxo

Performance i 2. kvartal 2024:

God start både absolut og relativt

Porteføljen er nu offentliggjort

Kvartalets tema/investeringscase:

Vores tanker om en sammenlægning af DSV og DB Schenker

www.furesoekapital.dk

Ansvarsfraskrivelse:

Alt indhold i dette nyhedsbrev er generelt informationsmateriale om den kommende investeringsforening Furesø Globale Kvalitetsaktier.

Det er ikke et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller de enkeltaktier der nævnes i nyhedsbrevet.

Nyhedsbrevet er ikke investeringsrådgivning og kan indeholde udsagn om fremtiden. Udviklingen i fremtiden kan være væsentlig forskellig fra disse udsagn.

Historiske afkast er ikke garanti for fremtidige afkast.

Nyheder siden sidst

I vores tredje nyhedsbrev kan du blive opdateret på de vigtigste nyheder for investeringsforeningen Furesø Globale Kvalitetsaktier, læse vores gennemgang af fondens performance for det forgangne kvartal, se nærmere på porteføljen og læse vores tanker om en eventuel sammenlægning af DSV og DB Schenker.

Porteføljen er godt fra start med 5,7% i afkast og et merafkast på 1,3%.

I forbindelse med dette nyhedsbrev gennemgår vi fondens afkast siden starten d. 6. maj 2024. Det er en kort periode at måle på, men vi glæder os over en fin start med 5,7 % i afkast og 1,3 % i merafkast til vores medinvestorer. Du kan læse meget mere om, hvilke selskaber der har bidraget til fondens performance og porteføljens sammensætning i det efterfølgende afsnit.

Velafviklet tegningsperiode og børsnotering i maj måned.

Furesø Kapitalforvaltning afholdte tegningsperiode i maj måned, og den initiale kapital under forvaltning blev DKK 43 mio. Efter børsnoteringen er der kommet flere medinvestorer til, og i skrivende stund er fondens størrelse på DKK 54 mio. De rejste beløb flugter med vores forventninger med en pil opad.

Øget tilgængelighed på Nordnet og Saxos platforme.

Furesø Globale Kvalitetsaktier har ISIN-koden DK0062842217. Det er denne kode, du skal søge efter, hvis du ønsker at handle fonden over din netbank. I det forgangne kvartal er fonden også blevet tilgængelig på Nordnet og Saxos platforme. Fondens er ligeledes kommet på Nordnets Månedssopsparring.

Tak for tilliden.

Vi er glade for en god start og vil gerne sige tusind tak for tilliden til alle medinvestorer. Har du spørgsmål til fonden, kan du kontakte Simon Christensen på telefon 30 51 36 69 eller på email simon@furesoekapital.dk.



Simon Christensen, stifter og porteføljeforvalter af Furesø Globale Kvalitetsaktier

5,7% i afkast for Furesø Globale Kvalitetsaktier i 2. kvartal 2024:

Fondens start blev d. 6. maj 2024, hvor midlerne fra tegningsperioden blev investeret, og indre værdi er dermed DKK 100 på denne dato. Indre værdi ved udgangen af 2. kvartal er 105,7, og afkastet har således været 5,7 % efter omkostninger. Verdensmarkedet, målt i danske kroner, har i samme periode givet et afkast på 4,5 % og merafkastet blev således positivt med 1,3 %. Selvom det er en kort periode at anskue, så er vi tilfredse med det absolutte og relative afkast.

Belært af erfaring skal man ikke spå om hvilke afkast som ligger forude. Vi synes, vi har en god portefølje af kvalitetsselskaber med gode vækstudsigter, til en fornuftig værdiansættelse, og som vi tror på, der på sigt vil klare sig bedre end verdensmarkedet. Hvad aktiemarkedet gør over det næste år, tør vi ikke spå om, men vi ville være skuffet, hvis ikke porteføljen havde klaret sig bedre end markedet over en 5-årig periode.

I tabellen herunder kan du se de enkelte aktiers estimerede bidrag til afkastet samt afkastet i DKK. De største positive bidragsydere til kvartalets afkast var TSMC og Novo Nordisk. I den anden ende finder man LVMH og Demant.

Siden start 6. maj 2024	Estimeret bidrag til afkast	Afkast I DKK
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	0,90%	23%
NOVO NORDISK A/S-B	0,64%	18%
ASML HOLDING NV	0,59%	14%
KLA CORP	0,56%	16%
ANALOG DEVICES INC	0,49%	13%
HILTON WORLDWIDE HOLDINGS IN	0,43%	10%
EDWARDS LIFESCIENCES CORP	0,36%	9%
ALPHABET INC-CLA	0,36%	9%
MICROSOFT CORP	0,35%	9%
ZURICH INSURANCE GROUP AG	0,35%	9%
BROWN & BROWN INC	0,31%	7%
DSV A/S	0,29%	7%
EPIROC AB-B	0,26%	7%
INTUIT INC	0,20%	4%
SCHNEIDER ELECTRIC SE	0,13%	4%
UNITEDHEALTH GROUP INC	0,12%	4%
AMAZON.COM INC	0,12%	3%
TRANE TECHNOLOGIES PLC	0,08%	2%
MSCI INC	0,07%	2%
AUTOZONE INC	0,02%	0%
AUTOMATIC DATA PROCESSING	-0,02%	-1%
PARTNERS GROUP HOLDING AG	-0,03%	-1%
VISA INC-CLASS A SHARES	-0,11%	-3%
DEMANT A/S	-0,15%	-4%
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	-0,34%	-9%
Furesø Globale Kvalitetsaktier	5,71%	5,71%
MSCI World målt I DKK		4,46%
Merafkast		1,25%

Kilde: Furesø Kapitalforvaltning, Refinitiv

Kvartalets vindere:

TSMC er verdens største producent af mikrochips, og aktien er steget 23 % siden vi købte den til fonden. I 2023 nedbragte en række kundegrupper deres lagre af chips, og denne lagerkorrektion er nu overstået. Dette er primært tilfældet i smartphone-segmentet, hvor Apple er den største kunde, men også inden for industrien og forbrugerelektronik ser man en stabilisering. Den største vækstmotor for TSMC bliver high performance computing-segmentet, hvor efterspørgslen efter AI-chips og udbygningen af datacentre er enormt vigtig. På deres årlige developer-konference præsenterede Apple en række interessante features til de kommende produkt- og softwarelanceringer. Disse vil kræve mere chipindhold, der skal produceres af TSMC. I juni måned har TSMC ligeledes været ude og sige, at de hæver prisen for produktion af chips, der anvender 3-nanometer-processer samt double patterning. Begge processer anvendes inden for AI-chips, og langt de fleste chipdesignere er kunder hos TSMC, herunder nVidia.

Novo Nordisk er steget 18 % siden vi købte den. Det er der flere årsager til. Senest er Wegovy blevet godkendt i Kina, Novo udvider kapaciteten som aldrig før, recepttallene har været gode, og Novo reklamerer efter sigende nu for Wegovy i alle stater i USA. Alt sammen er tegn på, at man har fået endnu mere styr på logistikken, og efterspørgslen fortsat er god. På den negative side har Novo Nordisk nedskrevet de immaterielle aktiver relateret til et af deres midler i fase 3. Lægemidlet Ocedurenone mødte ikke det såkaldte primary endpoint for at kunne påvise en positiv effekt på forhøjet blodtryk hos patienter, der lider af kronisk nyresygdom. På trods af nedskrivningen på 5,7 mia. DKK ser vi ikke denne udvikling som vigtig for den samlede værdi af Novo Nordisk.

Kvartalets tabere:

De mest negative bidragsydere i kvartalet var som før nævnt LVMH og Demant..

LVMH står bag en række stærke luksusvarebrands såsom Louis Vuitton og Christian Dior. 75 % af indtjeningen kommer fra divisionen Fashion and Leather Goods, og de resterende 25 % kommer fra salg af champagne, cognac, smykker, ure, parfume og kosmetik. Vi synes også, de har godt gang i deres Sephora-butikker. LVMH har bruttomarginer omkring 70 % og EBIT-marginer over 20 %. Samtidig kan vi godt lide den lave priselasticitet inden for luksusvarer. Grunden til, at LVMH er faldet, er primært pga. det franske valg og den associerede usikkerhed omkring franske aktiver. Samtidig tror vi heller ikke, at væksten i det kommende kvartal bliver ret meget mere end 2-3 % organisk, men bør bedres derefter, dog ikke op til de niveauer som man så umiddelbart efter Covid. Cyklisk forbrug har generelt haft det svært siden fondens start og LVMH var ikke nogen undtagelse med et negativt afkast på 9%.

Danske **Demant** leverede et negativt afkast på 4% siden vi tilkøbte den til porteføljen. Det negative bidrag til porteføljens afkast er begrænset til 0,15% og vi synes ikke der har været voldsomt væsentlige negative nyheder ude omkring Demant. Man kan nævne, at GN Store Nord var ude med en nedjustering i juni måned. Nedjusteringen var ikke drevet af høreapparat divisionen, tværtimod går denne division en anelse bedre end ventet. Derudover kan man nævne, at Demant har udskudt den strategiske opdatering på deres, Communications division, til tredje kvartal men lukkede frasalget af divisionen for implantater i maj. Begge nyheder er i vores optik ligegyldige. I første kvartal leverede Demant 3% organisk vækst og guider 4-8% for helåret. Vi tror ikke de rammer topenden af guidance men tror stadig på accelererende vækst resten af året. Dette er drevet af udrulningen af deres premium produkter og lettere sammenligningsgrundlag for sidste år.

Porteføljen og porteføljeændringer i kvartalet:

I Furesø Kapitalforvaltning vil vi gerne have en åben og transparent dialog med vores medinvestorer. Derfor offentliggør vi porteføljen her og på hjemmesiden en gang i kvartalet. Når vi offentliggør porteføljen, vil det være med ca. 3 måneders forsinkelse, hvilket er normal praksis. Vi kommenterer naturligvis på væsentlige ændringer i porteføljen i forbindelse med vores nyhedsbrev. Porteføljen sammensættes af 20-30 kvalitetsselskaber, og tabellen herunder viser porteføljens 25 selskaber fordelt på sektorer og geografi. Tabellen er per 6. maj 2024.

Furesø Globale Kvalitetsaktier	USA	Europa incl.UK	Japan	Andet	Antal selskaber
Kommunikation	Alphabet		-	-	1
Cyklisk forbrug	Hilton, Amazon, Autozone	LVMH	-	-	4
Stabilt forbrug	-	-	-	-	0
Energi	-	-	-	-	0
Finans	Brown & Brown, MSCI, VISA	Zurich, Partners Group	-	-	5
Sundhed	Edwards Lifesciences, United Health	Novo Nordisk, Demant	-	-	4
Industri	Trane Technologies, ADP	Schneider Electric, Epiroc, DSV	-	-	5
Informationsteknologi	KLA, Analog Devices, Microsoft, Intuit	ASML	-	TSMC	6
Materialer	-	-	-	-	0
Ejendomme	-	-	-	-	0
Forsyning	-	-	-	-	0
Antal selskaber	15	9	0	1	25

Kilde: Furesø Kapitalforvaltning

Omtrent 60 % af porteføljens selskaber er fra USA, 35 % er noteret i Europa. TSMC er købt via en ADR noteret på NYSE, men selskabet har hjemme i Taiwan. For nærværende har vi ingen japanske selskaber.

Som det ses af tabellen ovenfor, består porteføljen af 25 selskaber fordelt på en række sektorer. Vores største overvægte sektormæssigt er cyklisk forbrug, finans og industri, og vi er neutralt vægtet i IT. De største undervægte er stabilt forbrug og energi. Vi vil gerne have en fornuftig risikospredning på sektorer, geografi og forretningsmodeller, men udgangspunktet er naturligt det enkelte selskabs afkastpotentiale, når vi vurderer, om det skal ind eller ud af porteføljen.

Der vil løbende være en udskiftning af selskaberne i porteføljen, men i dette kvartal har vi ikke investeret i nye selskaber eller solgt nogle fra. Det er normalt, når fonden kun er ca. 2 måneder gammel. De væsentligste justeringer vi har lavet i det forgangne kvartal, er som følger:

Vi har øget eksponeringen i TSMC, Intuit, Trane og Novo Nordisk.

Vi var heldige at vægte op i Novo Nordisk før udmeldingen om den amerikanske kapacitetsforøgelse og godkendelsen af Wegovy i Kina. Det enorme langsigtede potentiale inden for fedme og diabetes er i vores optik ikke priset fuldt ind i Novo Nordisk, og det kommende regnskab bør også være positiv læsning.

TSMC er steget 23 % siden vi købte den, men vi har alligevel vægtet op henover kvartalet. De seneste udmeldinger om at hæve priserne på produktionen af mikrochips med 3-nanometer-processer er væsentligt positive for den langsigtede rentabilitet, og vi tror også det kommende kvartalsregnskab kan overgå forventningerne.

Trane Technologies, der fremstiller HVAC-systemer (Heating, Ventilation, Air-Conditioning), har vi også vægtet op i. Trane-aktien havde klaret sig lidt dårligere end industri generelt, og vi synes 2025 begynder at tegne sig ganske udmærket. Her får de noget medvind fra ny lovgivning, der træder i kraft, og deres ordrebog vokser også ganske pænt. Det tror vi fortsætter i den kommende tid.

Intuit har vi også købt flere aktier i. De sælger primært software til at føre regnskab for mindre virksomheder samt software til at lave årsopgørelser for private i USA. Aktien faldt med 8 % på det seneste regnskab, og det syntes vi var for meget. Analytikerne har øget EPS-estimerne for indeværende år med 2 % siden regnskabet.

Vi har reduceret eksponeringen i LVMH, Analog Devices og DSV. Efter Macron udskrev valg har vi vægtet ned i LVMH. LVMH er en global forretning, og vi tror stadig på luksusvarekategorien som et attraktivt sted at investere. Belært af Brexit og Eurokrisen tilbage i 2010'erne skal man være påpasselig med at eksponere sig for meget til lande med politikere ved magten, som vil bruge væsentligt mere af statskassen, end markedet synes er fornuftigt. Som før nævnt vil LVMH formentlig også gå igennem et par kvartaler nu, hvor den organiske vækst er en anelse underdrejet. Vi ser derfor tiden lidt an i LVMH.

Analog Devices kom med et godt regnskab og guidede for stigende sekventiel vækst og marginer. Aktien steg ca. 10 % på udmeldingen, og det var mere, end hvad vi regnede med, indtjeningsforventningerne ville øges med. Efter regnskabet er EPS-forventningerne øget med 6 %.

DSV er steget med lidt over 7 % siden vi købte ind i den. Stigningen i containerraterne er positivt for selskabet, og vi tror DSV kan øge EPS med næsten 30 %, hvis de køber DB Schenker til en fornuftig pris. DSV var en af de større positioner på opstarten, og derfor har vi taget lidt risiko af efter et fornuftigt afkast. Du kan læse vores tanker om et eventuelt opkøb i det kommende afsnit.

Kvartalets investeringscase: 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.

Imens vi sidder og skriver dette nyhedsbrev (1/7), har Mærsk netop meldt ud, at de trækker sig fra processen. Det skyldes jf. medierne, at de kan se udfordringer ift. integrationen. Det er umiddelbart positivt for den eventuelle pris en køber skal betale.

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 marginpotentialer 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.

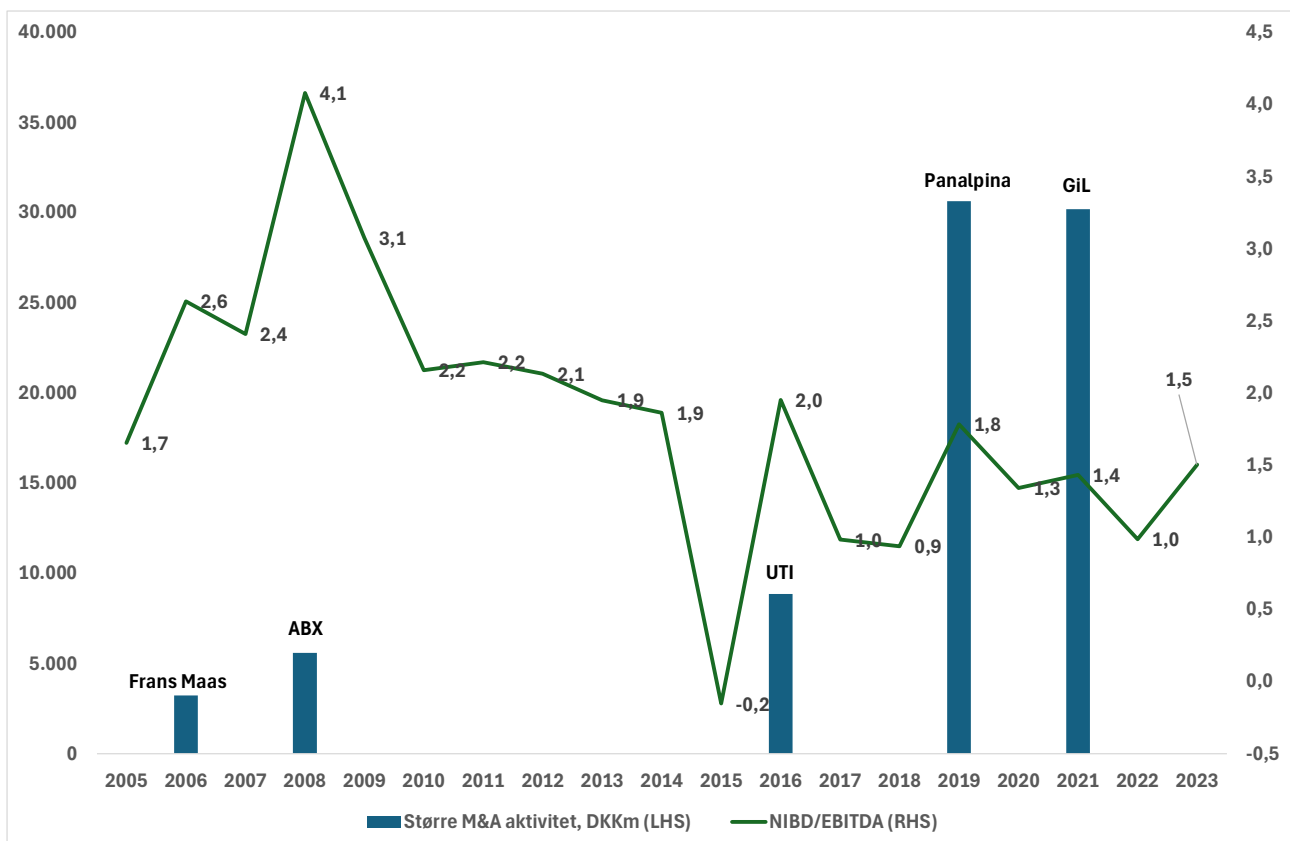
For at sætte et tal på kan man tage udgangspunkt i, hvad der skete med medarbejderstaben, da DSV købte Panalpina. I 2018 havde de to selskaber 62.000 medarbejdere, heraf 14.500 i Panalpina. Ultimo 2020 var medarbejderstaben skrumpet med ca. 4.600 personer. Antager man, at alle disse er Panalpina-medarbejdere, 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.