

Executive summary

The thesis you are about to read is a valuation of the Danish facility services company ISS A/S. In 2005 ISS was bought by a private equity fund, PurusCo, owned by funds controlled by EQT and Goldman Sachs. During the last couple of years, the company's owners have tried to capitalize their investment several times. The thesis is not, however, an evaluation of the performance of the current owners, since this is almost impossible to do from available information. A central assumption of this paper is that an IPO will take place on the 29th of June 2012.

The description of ISS' business and strategic analysis provides the basis for the assignment, and shows a company in a mature industry with its growth predominantly coming from emerging markets. The strategy ISS is pursuing is seen as a sensible approach, where they seek to differentiate their services portfolio through Integrated Facility Services, IFS, in an industry where differentiation is seldom and profits therefore relatively low.

In the accounting analysis it is determined, that the official annual report understates the earnings and investment because of amortization of intangible assets. Both are adjusted to show the difference between the usual reformulated accounts and the specific accounts for ISS. This gives a better prerequisite of the budgeting of future results for the company, and shows the returns on the actual invested capital. Historically ISS' earnings growth is positively affected by the growth in employees in the company. The improvements in the forecasted accounts, relative to the historic, are due to higher turnover and a lower tax rate, owing to fully utilizing interest tax shields from a reduction in debt.

Finding beta for a private company is done by researching three methods and applying them on the data on ISS. Out of the three only two are assumed to give acceptable values for beta. Even though the values aren't very different from each other, the method chosen is the qualitative approach, since it does not require using a (un)levering equation that is based on very restrictive assumptions.

The CAPM is used in the valuation of ISS, and it is shown that the application advocated in the literature does not return a good approximation of the inputs used to value ISS. Instead the risk free rate and market risk premium are adjusted to correctly reflect ISS' business and the current financial climate. The chosen valuation model is the Adjusted Present Value approach, which returns the most precise values of the tax shields created by debt financing, compared with the Free Cash-Flow to Firm method.

The valuation provided an equity value of ISS of DKK 37,51 mia. after iteration of the unlevered return to equity and a scenario analysis. This value correspond the values of the companies in the peer group, however ISS is assumed to grow more in the future which causes a slightly higher value.

Lastly, the basis for the valuation is criticized for its 'roughness' due to the incomplete information on ISS' business. The precise valuation is done with full information, so without his information, the estimated value will only get you so far.

Indholdsfortegnelse

Executive summary.....	1
Forord	4
Indledning.....	5
Problemfelt.....	6
Metode	7
Projektdesign	7
Afgrænsning.....	9
Selskabsprofil - ISS	10
Service industrien	13
Strategisk analyse	14
PESTEL analyse.....	14
Opsummering af PESTEL faktorerne.....	19
Porters Five Forces	19
Opsummering af Five Forces	24
SWOT analyse	24
Opsummering af strategisk analyse	28
Regnskabsanalyse.....	29
Reformulering af regnskaber.....	29
Trendanalyse	32
Profitabilitetsanalyse	33
Opsamling på regnskabsanalyse.....	37
Budgettering.....	39
Budgettering af drivere	40
Selskabsspecifik risiko.....	49
CAPM	49
Beta.....	50
Beta for private virksomheder	53
Metodiske overvejelser	55
Beta for ISS	57
Udvælgelse af beta for ISS.....	64
Kommentarer på beta	66
Værdiansættelse af ISS	67

Forventede afkast.....	67
Værdiansættelse af ISS.....	70
Fortolkning af værdiansættelsen	76
Opsummering af værdiansættelse	79
Konklusion	80
Diskussion af værdiansættelsen	81
Litteraturliste	83

Forord

Specialet omhandler en værdiansættelse af servicegiganten ISS. Valget faldt på ISS grundet opmærksomheden i forbindelse med de to mislykkede forsøg på at sælge selskabet i 2011, en interesse for kapitalfonde samt et ønske om at belyse metoderne for estimering af beta for private selskaber.

Da ISS udsendte en pressemeddelelse i forbindelse med årsregnskabet for 2011 i marts 2012, gav ledelsen udtryk for et ønske om en børsnotering for ISS i 2015. Dette bryder med antagelsen i dette speciale, hvor der forventes en virksomhedstransaktion medio 2012. Læseren bedes derfor om at se bort fra denne information, da den strategiske analyse og antagelserne i budgetteringen af ISS' fremtidige regnskaber ikke ville holde.

Ud fra den fundne værdi af ISS i denne opgave, er beslutningen formentlig en konsekvens af, at prisen ved en børsintroduktion vil blive sammenholdt med prisen i marts 2011 (23,3-26,8 mia.). Eventuelle investorer vil forvente en pris i omegnen af denne pris, og dermed væsentligt lavere end fair value af egenkapitalen.

Indledning

Værdiansættelse af selskaber er en omfangsrig og krævende proces, der igangsættes på baggrund af forskellige formål og interesser med det fælles mål at give et estimat af et selskabs korrekte værdi. Denne afhandling vil tage udgangspunkt i de udfordringer og metoder, en ekstern analytiker kan støde på i forbindelse med værdiansættelsen af en privat virksomhed¹.

I specialet er den valgte case selskabet ISS, som blev overtaget af en kapitalfond bestående af EQT og Goldman Sachs i 2005, og flere gange har været forsøgt afhændet igen, to gange via børsnotering, en gang til kapitalfonden Apax Partners og en anden i et direkte salg til G4S. Dette gør selskabet interessant at værdiansætte, da det ligger i kortene, at ejerne vil sælge deres aktier, og det derfor er relevant med en værdiansættelse af disse. Derudover er det syv år siden ISS blev overtaget af kapitalfonden PurusCo, hvilket medfører, at der i forhold til normal praksis for kapitalfonde (3-7 års ejerskab²) snart skal sælges.

I værdiansættelsen er et fokusområde estimeringen af den selskabsspecifikke risiko, beta, for et unoteret selskab. Ofte opleves problemer med estimeringen af selskabsspecifik risiko, når private virksomheder skal værdiansættes, da der her ikke findes markedsdata til analyse. Derudover ses betaudregninger ofte uden undersøgelse af estimatets statistiske egenskaber eller hvad det rent faktisk betyder i forhold til usikkerheden for selskabet. Vigtigheden af korrekt estimering af beta, vurderes dermed at være undervurderet i mange værdiansættelsescases. I stedet for at have en skabelon for estimering af beta, vil en virksomhedsspecifik tilgang ved private selskaber være at foretrække, da der her er mulighed for at tage hensyn til virksomhedsspecifikke forhold i modellerne.

Formålet med denne opgave er med baggrund i det enkelte selskab, at finde den mest optimale tilgang til estimering af beta. Nyere valuation teori giver flere bud på hvordan beta for private selskaber kan estimeres. Damodaran gennemgår flere metoder, med hvilke corporate finance-praktikere søger at estimere beta for private selskaber³, mens flere konsulentvirksomheder også i publikationer giver deres bud på hvordan den selskabsspecifikke risiko findes for de ikke børsnoterede selskaber. I specialet vil enkelte af disse metoder udvælges og undersøges ud fra målsætningen om at finde ISS' beta.

¹ Petersen, Plenborg & Schøler (2006)

² Scandinavian Private Equity (2012)

³ Damodaran – Valuing private firms

Problemfelt

Værdiansættelsen af ISS vil tage udgangspunkt i en dyberegående analyse af selskabet. Dette vil ske på baggrund af relevante modeller til at estimere virksomhedens værdi. Analysen vil have til hovedformål at frembringe et teoretisk værdiestimat af ISS' egenkapital med henblik på et salg af selskabet, og vil i den kontekst belyse værdiansættelsesprocessen, herunder en fundamentalanalyse af virksomheden. I henhold til værdiansættelsesprocessen vil der blive redegjort for følgende forskningsspørgsmål i afhandlingen:

- Hvilke værdidrivere er essentielle at have fokus på i forhold til værdiansættelsen, og hvorledes forventes disse at udvikle sig i budgetteringsperioden?
- Hvordan findes ISS' kapitalomkostninger og hvor høje er disse?
- Hvilke værdiansættelsesmodeller er anvendelige i forhold til at estimere ISS' markedsværdi?
- Hvor stort er ISS' værdiinterval ud fra de valgte værdiansættelsesmodeller, og hvor følsomme er de estimerede værdier i henhold til usikkerhed i de underliggende parametre?

Motivationen for værdiansættelsen er tæt forbundet med både faglige interesser og målsætninger mht. uddannelse og job i fremtiden. Desuden er valget af virksomheden yderligere begrundet i ISS' ejeres forventede nærtstående kapitalisering af deres investering, hvilket gør denne opgaves problemstilling interessant og aktuel. De faktorer, der påvirker de bagvedliggende strategiske og finansielle overvejelser i forhold til at værdiansætte en virksomhed, tiltaler forfatterens egne interesser, og er derfor et motiv til at foretage en dybdegående afhandling og tilegne sig mere viden på området.

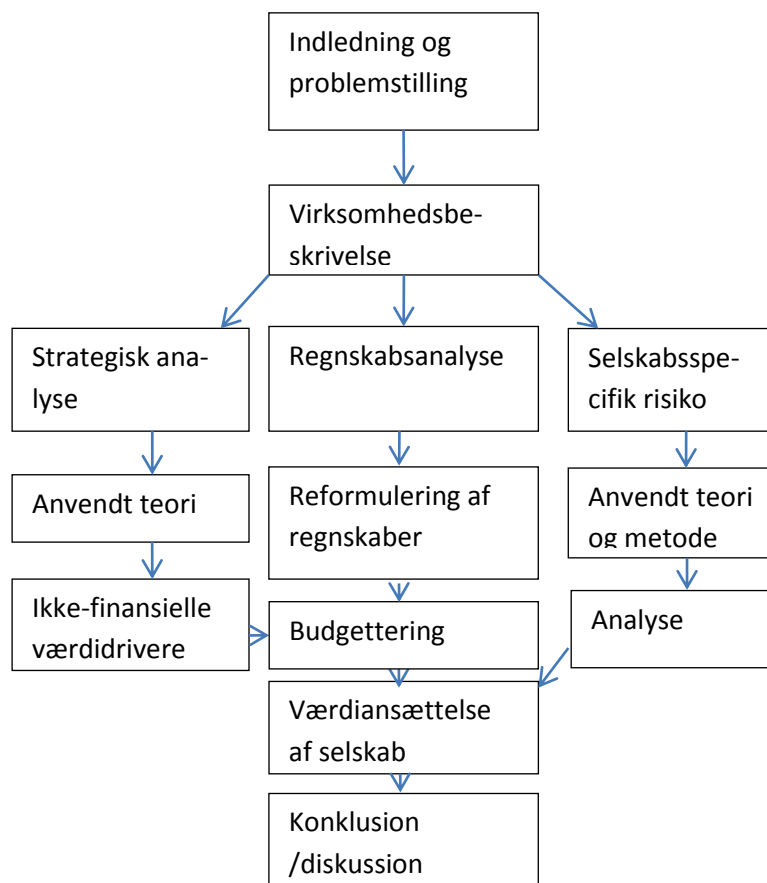
Metode

I følgende afsnit gennemgås specialets indhold, omfang og praktiske opbygning. Specialet vil blive inddelt i tre hovedområder; Selskabsspecifik risiko, regnskabsanalyse og strategisk analyse. Herigennem vil ISS værdiansættes ud fra den givne information i delafsnittene. I første del vil ISS' strategi analyseres for at finde de ikke finansielle værdidrivere. Dernæst undersøges den finansielle performance og værdidrivere gennem en regnskabsanalyse. Afslutningsvist gennemgås selskabets beta, hvilket er en central del af afkastkravet for ISS' investorer og dermed værdiansættelsen. Baggrund for specialet er de fejlslagne virksomhedstransaktioner ISS har oplevet de senere år, og metodisk er antagelsen for opgaven, at ISS' ejere vil forsøge at sælge selskabet d. 29. juni 2012.

Projektdesign

Strukturen i opgaven er illustreret i figur 1 nedenfor. Bilag afleveres i dokument ved siden af opgaven. Ved læsning af regnskabsanalysen anbefales det, at have bilagene ved hånden, da dele af regnskabsanalysen præsenteres her.

Figur 1: Projektdesign



Værdiansættelse af et selskab sætter begrænsninger for metode og afgrænsning af opgaven, da omfang og indhold på forhånd er afgrænset ved denne opgavetype. Opgaven er delt i tre undersøgende dele, hvor

teorien vil blive præsenteret løbende i afsnittene af hensyn til læserens oplevelse, frem for ved et samlet teoriafsnit i begyndelsen.

Dataindsamling

Dataindsamlingen tager udgangspunkt i informationer fra ISS i deres årsrapporter, samt informationer omkring branchen selskabet opererer i. Det vil udmønte sig i en præsentation og strategisk analyse af selskabet, hvilket leder op til en budgettering af den fremtidige udvikling, samt ISS' egenskaber ved evaluering af selskabsspecifik risiko.

Da opgaven omhandler den korrekte estimering af beta for ISS, kan det ikke undgås, at beskrivelsen af metoderne i del tre bliver omfattende, fordi opgaven er en øvelse i at finde den bedste metode for estimering af beta. For at finde det bedst mulige beta for ISS er det nødvendigt, at indsamle information der relaterer sig til selskabets egenskaber. Denne information indhentes, således at beta ikke bare bliver et tilfældigt estimeret tal, men i stedet et parameter, som har grund i selskabets fundament⁴.

I afsnittet om estimering af beta for selskaber, hvis egenkapital ikke er noteret med henblik på handel, skal der indhentes store mængder information, hvilket omfatter alt fra regnskaber til hvem den marginale investor i selskabet er, dvs. empirien her omfatter både kvalitative og kvantitative data. Metodeafsnittet vil redegøre for hvilken information, der findes relevant for opgaven, og dermed hvilken empiri der skal anvendes. På baggrund af empirien vil det dernæst blive vurderet hvilke(n) metode(r) og teori, der bedst muligt kan anvendes til at estimere ISS' beta. Dataindsamlingen i de tre dele delafsnit, der leder op til værdiansættelsen, sker ud fra følgende kilder:

- Strategi: Årsregnskaber for ISS samt makroøkonomiske data og tendenser i markedet.
- Regnskabsanalyse og budgettering: Årsregnskaber samt økonomiske forventninger som forudsætning for budgettering.
- Selskabsspecifik risiko: Årsregnskaber for ISS og peers, markedsdata for ISS og peers samt empiri fra corporate finance praktikere.

Når der udføres en værdiansættelse af et selskab, er mængden af information imperativt for kvaliteten af værdiansættelsen. Et selskab som ISS der har flere forretningsområder, er typisk vanskeligere at værdiansætte end et selskab, som opererer i én branche. En måde værdiansættelsen af et selskab med flere forretningsområder kunne foregå ved, er ved hjælp af en 'sum of the parts' analyse. Her værdiansættes alle forrettningens dele for sig, hvorefter de summeres for at få selskabets samlede værdi. Til denne værdi kan en præmie tillægges for synergieffekter, eller fratrækkes for dårligt performende forretningsdele⁵. Dette er ikke muligt i denne case, da ISS ikke offentliggør tilstrækkelig information om de enkelte dele af selskabet, og en analyse af hvert enkelt forretningsområde ville blive for omfattende, hvis metodikken, der anvendes på selskabet som helhed, skal anvendes på hver enkelt del. Derfor værdiansættes ISS på de overordnede resultater og data for hele selskabet, og det accepteres, at disse aggregerede resultater ikke vil være lige så præcise, som ved en værdiansættelse af hver enkelt forretningsdel.

Sidst bemærkes det, at fordi en stor del af den anvendte information kommer direkte fra ISS, må der forventes at være en vis form for subjektivitet i de anvendte data, fx på selskabets egne markedskommentarer

⁴ Damodaran – Estimating risk parameters

⁵ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 310

og forventninger. Dette er uundgåeligt ved værdiansættelser, hvorfor disse data må processeres grundigt, inden de anvendes i forbindelse med analysen. Med mindre andet er nævnt indgår alle beregninger i danske kroner (DKK).

Afgrænsning

Da specialet omhandler en værdiansættelse er de øvre rammer for opgaven sat. Udover den typiske værdiansættelse er det et mål, at belyse metoderne for estimering af beta for private selskaber, samt at finde den for casen mest korrekte metode. I erkendelse af specialets sidetals begrænsninger, er det derfor nødvendigt, kun at udvælge et vist antal metoder samt udvælge den mest relevante finansielle teori for opgaven. Det medfører blandt andet, at porteføljedelen af CAPM ikke vil blive beskrevet i teori afsnittet.

Da ISS ikke er forpligtet til at opgive information omkring den specifikke performance i deres datterselskaber, medfører det, at en fuldstændig gennemgang af selskabet vil være umulig. Siden informationen ikke er tilgængelig, vil det formentligt medføre en 'grovere' værdiansættelse af selskabet, sammenlignet med hvad fuldstændige data kunne afdække.

Værdiansættelsen af ISS sker som en ekstern analyse. Det betyder, at den benyttede information er offentligt tilgængelig for eksterne interessenter, da kommunikationen med det pågældende selskab har været envejs, og tilstrækkelig viden om interne forhold og lignende dermed er sparsomt. Regnskabsanalysen bliver foretaget på koncernniveau, og der analyseres således ikke nærmere i regnskaberne for de enkelte datterselskaber. Der udarbejdes ikke reformulering af pengestrømsanalysen da dette ikke skaber merværdi når resultatopgørelsen og balancen er reformuleret⁶.

Værdiansættelsen af ISS udarbejdes med udgangspunkt i selskabets historiske regnskaber og vurderingen af strategi samt indvirkning på fremtiden pr. 1. maj 2012, og der er ikke indsamlet yderligere data efter denne skæringsdato. Oplysninger offentliggjort efter 1. maj 2012 vil ikke indgå i værdiansættelsen.

Kildekritik

Den primære kilde til information om ISS er selskabets årsrapporter og udsendte fondsbørsmeddelelser, som vurderes at være faktuelte valide. Information om ISS' sammenlignelige selskaber er ligeledes fundet i de pågældende selskabers årsrapporter.

Derudover er benyttet diverse databaser hos eksempelvis Datastream, Bloomberg og Thomson Reuters til indsamling af faktuelle oplysninger omkring historiske afkast, regnskabstal og markedsværdier for peergruppen.

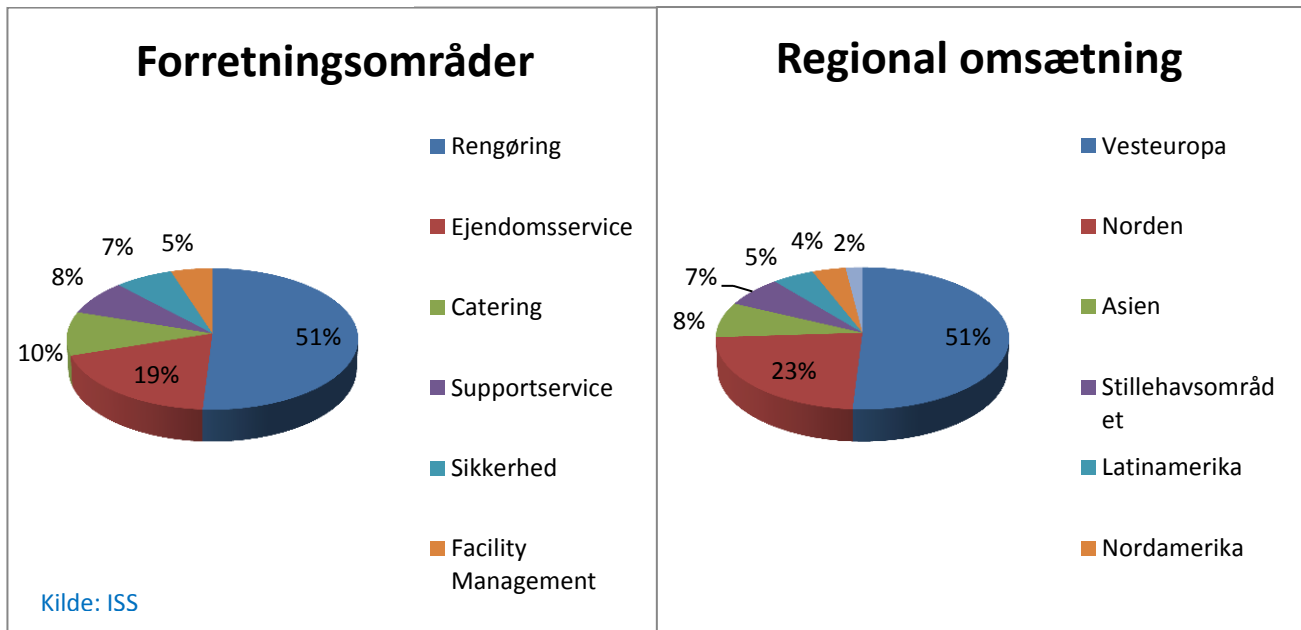
Øvrige kilder er lærebøger, og derudover en række artikler om ISS og servicebranchen som helhed. Det er tilstræbt alene at benytte troværdige kilder, såsom Børsen, Euroinvestor og Business.dk, der alle betragtes som store nyhedsbureauer, hvis oplysninger er bekræftet fra flere kilder. Journalisternes indgangsvinkel og subjektive holdninger kan skinne igennem i artikler, hvilket der tages højde for ved anvendelse af information. Udtalelser fra ledende medlemmer af ISS' bestyrelse og direktion, er ligeledes subjektive, idet de formentligt ikke ønsker at komme med udtalelser, som kan skade virksomheden eller dens ejere.

⁶ Elling & Sørensen (2005) side 228

Selskabsprofil - ISS

ISS blev grundlagt i 1901 som Kjøbenhavn-Frederiksberg Nattevagt og skiftede i 1968 navn til ISS (Integrated Service Solutions). Siden selskabet begyndte sin udenlandske ekspansion i 1973 er både produktudbudet og medarbejderstaben steget voldsomt. Fra at være begyndt som vagtselskab leverer de nu service som rengøring, ejendomsservice, catering, supportservice, sikkerhed og facility management præsenteret i figur 2.

Figur 2: Omsætning 2011 - ISS



ISS' forretningskoncept er baseret på at sammensætte ydelser, der matcher deres kunders behov og integrerer ISS' ekspertise indenfor de forskellige områder hvor ISS er aktive, så kunderne kan fokusere på deres kernekompetencer i stedet. ISS ansætter dermed medarbejderne, der læres op, hvorefter de har deres daglige arbejde i ISS' kunders virksomheder. Det kalder selskabet for Facility Services⁷. Det specielle ved ISS' forretningsmodel er, at de selv står for ledelsen, organiseringen og udførelsen af serviceydelserne, hvor konkurrenter, i mange tilfælde, benytter underleverandører til de leverede ydelser.

Måden hvorpå ISS konkurrerer, er ved hjælp af høje kvalitetsstandarde, planlægning og logistik samt vidensdeling mellem forretningsenhederne. Ved hjælp af integrerede IT-systemer hjælper det ISS med at konkurrere i branchen. Herudover kan ISS tilbyde en bred portefølje af ydelser, hvilket sparer kunderne for tid og penge ved indhentning af tilbud.

Medarbejderstaben har rundet den halve million, og ISS er aktiv i mere end 50 lande⁸. På grund af selskabets globale forretningsområde, er beslutningsprocessen i høj grad decentraliseret til de forskellige geografiske områder, så beslutningerne kan tages hurtigere end ved centraliseret styring. ISS' hovedkontor er beliggende i København.

⁷ ISS: Facility services, fokus på kerneforretningen (2001)

⁸ ISS årsrapport 2011 side 3

Ejerforhold og konsekvenser af overtagelsen

ISS blev overtaget af kapitalfonden PurusCo⁹ ved hjælp af et leveraged buyout i 2005. PurusCo er ejet af EQT (54%) , Goldman Sachs Capital Partners (44%) samt topledelsen i ISS (2%). Da overtagelsen var finansieret med ISS' egen gæld, har det betydet, at ISS siden har haft en markant ændret kapitalstruktur, med høj gældsfinansiering af selskabets aktiviteter. Siden ISS fik nye ejere, har selskabet således ikke leveret regnskabsmæssigt overskud i et eneste år. Dette kan dog skyldes et bevidst ønske om ikke at have regnskabsmæssigt overskud fra ejerne af ISS. Den samlede rentebærende gæld i ISS var ultimo 2011 på 34 mia. kroner¹⁰, hvilket svarer til omkring en tredobling af de finansielle forpligtelser fra primo 2005. Dette gik blandt andet ud over selskabets daværende obligationsholdere, da deres investeringer blev mere risikable, og kursen faldt drastisk. Dette skete som følge af en 'debt-pushdown', hvor ISS' selskabsstruktur i forbindelse med ejerskiftet blev ændret, for at kunne flytte den gæld, som fondene optog i forbindelse med opkøbet, til den profitgenererende del af ISS¹¹.

Efter overtagelsen ændrede de nye ejere af ISS selskabets strategi markant, til bl.a. at omfatte en høj vækst baseret på opkøb af mindre virksomheder globalt. Dette kan ses i væksten i antal medarbejdere (>70%) samt omsætningsvæksten på 50 % fra 2005-2011.

ISS' ejer- og selskabsstruktur efter overtagelsen ses i figur 3 og antager følgende form:

Figur 3: Officiel selskabsstruktur



Figuren viser ISS' officielle struktur, hvilket adskiller sig fra den faktiske struktur¹², hvor flere selskaber har interesse i ISS. Ejerkredsen bag ISS udgøres af EQT og Goldman Sachs, men investorerne i kapitalfondene er institutionelle investorer, herunder pensionskasser, pengeinstitutter, investeringsforeninger og -selskaber, andre kapitalfonde (fund of funds) og velhavende privatpersoner. Mellem selskaberne i koncernen har

⁹ Fonden har skiftet navn, og hedder i dag FS Invest S.A.R.L

¹⁰ ISS årsrapport 2011 side 106, note 29

¹¹ Se bilag 2

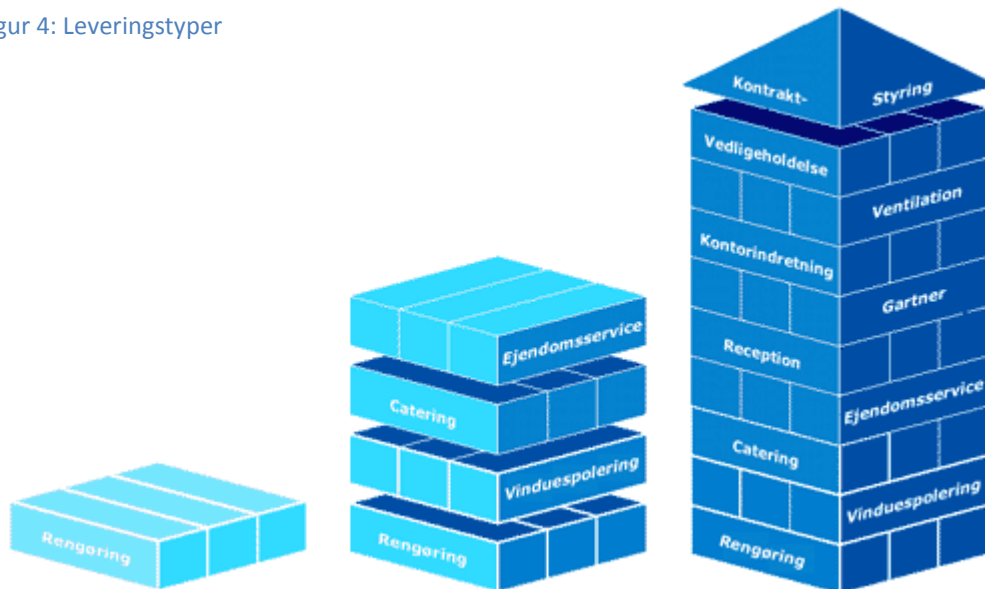
¹² Østre Landsret: Østre Landsret frifinder det luxembourgske moderselskab i ISS (2011)

ejerne mulighed for at kanalisere kapital rundt efter velbefindende, hvilket har skabt kontrovers, blandt andet fra de danske skattemyndigheder¹³.

En ny strategi

Da PurusCo overtog kontrollen af ISS i 2005 medførte det en ændring af selskabets strategi rettet mod større fokus på Integrated Facility Services. Det vil sige levering af totalløsninger indenfor serviceydelser illustreret i figur 4:

Figur 4: Leveringstyper



Kilde: ISS

Denne ændring i strategien skulle ske ved hjælp af opkøb af virksomheder på globalt plan og integration af de underafdelinger, som ISS i forvejen havde opkøbt/etableret¹⁴.

I 2008 blev denne strategi udbygget med "The ISS way", der "er baseret på de fire strategiske grundsten: fokus på kunderne, ledelse af mennesker, IFS-strategien samt en multilokal fremgangsmåde"¹⁵. ISS identificerer dermed fire områder af deres forretning, som deres nye strategi skal forbedre. Måden hvorpå ISS vil udføre denne strategi i praksis, er dog ikke uddybet i høj grad i officielt materiale, hvorfor det er vanskeligt at vurdere hvor stærk strategien fremstår. Det ISS identificerer som målet er, at forbedre kundeoplevelsen, standardisering af forretningsmodellen og forstærkelse af videndeling internt i selskabet. Samtidig vil man udvikle på de tilbudte 'single services' og IFS produkterne.

Selvom det ikke indgår i ISS' formulerede strategi, betegner selskabet shareholder value som virksomhedens eksistensberettigelse, og identificerer derfor profitabel vækst som selskabets mål. I og med ISS har ændret i strategien siden overtagelsen (mindre aggressivt virksomhedsopkøb) formodes det, at den vækst ISS ønsker er organisk vækst. ISS' organiske vækst over de seneste fem år ses i tabel 1:

Tabel 1					
Organisk vækst	2011	2010	2009	2008	2007
ISS	6,2%	3,5%	0,6%	5,3%	6,0%
Kilde: ISS					

¹³ Østre Landsret: Østre Landsret frifinder det luxembourgske moderselskab i ISS. (2011)

¹⁴ ISS: Strategi (2009)

¹⁵ ISS årsrapport 2010 side 38

Årsagen til de pæne vækstrater skyldes en stigende eksponering mod emerging markets, hvor ISS igennem tidligere strategiplaner har etableret sig¹⁶.

Grundlaget for fremtidig vækst er, ifølge ISS, følgende drivere¹⁷:

- Økonomisk udvikling: Øget globalisering og økonomisk vækst.
- Øget outsourcing: Trenden i virksomheder er øget facility service outsourcing.
- Øget internationalisering: Store kunder centraliserer indkøbsafdelinger og går efter virksomheder med international profil.

I 2011 blev "The ISS way" afløst af strategiplanen "The new beginning", der ikke umiddelbart adskiller sig væsentligt fra den tidligere strategi. Væsentligst i den nye strategi er, at ISS' ledelse melder ud, at der fokuseres på organisk vækst samt frasalg af ikke kerneområder i forretningen¹⁸. Det vurderes, at strategigædringen er en rebranding af ISS efter et turbulent 2011, og ikke et skift i den overordnede strategi. Pr. 1. maj 2012 er den nye strategi endnu ikke offentliggjort på ISS' hjemmeside www.issworld.com, selvom den har været kendt i snart to måneder.

Service industrien

For at give et indblik i hvilket marked ISS afsætter sine ydelser på, præsenteres fakta om branchen kort.

Serviceindustrien som ISS opererer i kaldes 'Facility services' (FS), og kendetegnene for branchen er, at den vokser med økonomien. Derfor er der stor fokus fra de store selskaber, herunder ISS, mod emerging markets, hvor væksten i økonomierne er størst¹⁹. Samlet vurderes det globale marked for FS at være over DKK 4,7 billioner.

FS leverandører oplever efterspørgsel ud fra forskellige ønsker fra kunderne, herunder mangel på ressourcer og ekspertise, omkostningsreducering og øget effektivitet samt ønsket om at fokusere på kernekompetencer. Typen af service, som kunder efterspørger, vil typisk afhænge af kundens størrelse og behov, gående fra enkelttydelser til fuldstændig integration af ydelser (IFS). Enkelttydelser har som leveringstype den klart største andel af det samlede marked, hvorunder det er vedligeholdelse af ejendomme, som udgør den største markedsandel (34 % af samlet FS i 2009)²⁰.

Det globale FS marked består af få store multinationale selskaber og adskillige små lokale leverandører af ydelser, hvilket indikerer et fragmenteret marked. Generelt gælder det, at jo mere modent FS marked, jo mere konsoliderede er selskaberne, da der her er større efterspørgsel efter mere end én ydelse ad gangen, og mulighederne for stordrift er bedre.

FS markedet drives af flere faktorer, men vigtigst er den økonomiske vækst, da denne medfører øget aktivitet blandt virksomheder og derigennem efterspørgsel efter FS. På trods af at FS markedet påvirkes positivt af øget økonomisk vækst, er det knap så negativt påvirket af økonomisk afmatning, da hovedinputtet i ydelserne er arbejdskraft, og det er relativt enkelt at tilpasse denne arbejdskraft efter efterspørgslen. Derudover er outsourcing trends hos både private og offentlige virksomheder determinerende for efterspørgslen, og denne trend ligger til grund i FS udbydernes evne til at imødekomme kundernes førnævnte behov.

¹⁶ ISS årsrapporter 2008-2011

¹⁷ Dansk Facilities Management: The FM market – Trends and developments (2009)

¹⁸ Euroinvestor – ISS går efter børsnotering i 2015 (5/3-2012)

¹⁹ ISS – Industry Trends (2010)

²⁰ ISS – Industry Trends (2010)

Strategisk analyse

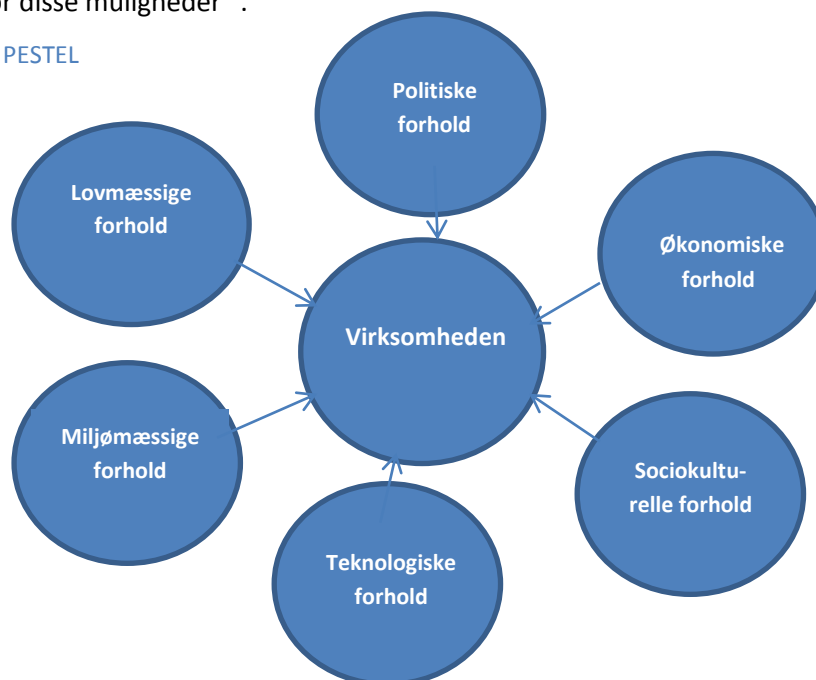
For at analysere ISS' strategi undersøges markedsf forholdene på makro, meso og mikroniveau og sammenholdes med ISS' selskabsspecifikke forhold. Dette er en uundværlig del af den samlede værdiansættelse, da ISS' tilbagediskonterede cash flows vil afhænge i høj grad af selskabets valgte strategi, og om selskabet kan levere på deres mål, hvilket tidligere har været meget omtalt²¹. Et selskabs formål er værdiskabelse i form af hvad dets kunder er villige til at betale for produkter eller ydelser. Udfordringen for selskaber er, at skabe denne værdi samt udvinde den i form af profit²², hvilket er hvad en succesfuld strategi bidrager til.

Makrodelene vil udarbejdes ved hjælp af PESTEL modellen, mesodelen vil tage udgangspunkt i Porters Five Forces, mens mikrodelene vil baseres på SWOT modellen. Alle tre modeller er meget basale og anvendes for at give et konkret indblik i ISS' handlinger i fortiden samt planer for fremtiden, og herudover de forhold selskabet er underlagt i branchen og markedet som helhed.

PESTEL analyse

PESTEL er en videreudvikling af PEST modellen, og står oprindeligt for Political, Economical, Social, Technological, Environmental og Legal factors. I figur 5 ses modellen på dansk, som omhandler eksogene faktorerers indflydelse på værdiskabelsen i et selskab. PESTEL modellen bidrager til beskrivelsen af de gældende makroforhold ISS opererer under. Da det er makro perspektivet, der er gældende, er det samtidig en forudsætning at ISS ikke har mulighed for at influere disse faktorer, men i stedet operere bedst muligt indenfor dem. Det er dermed et værktøj, der kan anvendes til at analysere et selskabs muligheder i fremtiden og spillereglerne for disse muligheder²³.

Figur 5: PESTEL



Politiske og lovmæssige forhold

Fordi politiske og lovmæssige forhold er nært beslægtede områder, beskrives de i afsnittet samlet, da de forskellige faktorer ikke nødvendigvis kan deles skarpt op i de to overordnede emner.

²¹ Børsen.dk: ISS-strategier skyder for højt (27/1-2011)

²² Grant, Robert (2008) side 35

²³ Johnson, Whittington & Scholes (2010) side 50

ISS operer i dag i mere end 60 lande globalt. Dette stiller store krav til selskabets juridiske afdelinger, da det kan være problematisk at operere under forskelligartede lovmæssige forhold. Dette forsøger ISS at dæmme op for ved at have en decentraliseret beslutningsproces, hvor der så vidt muligt er lokale beslutningstagere, der har kendskab til det forretningsmiljø der karakteriserer det pågældende land/område²⁴.

Skattelovgivning

ISS er som multinationalt selskab underlagt adskillige regler for dets skattebetalinger. Området er muligvis det der kommer til at påvirke ISS i højeste grad i den nærmeste fremtid, da der igennem længere tid har været politiske diskussioner både nationalt og internationalt omkring selskabers skattebetaling²⁵.

Da ISS opererer indenfor dansk lovgivning, er den fremtidige udvikling af denne også afgørende for selskabet. Gennem de senere år er der lavet flere ændringer, bl.a. omkring selskabsskatten og rentefradragets størrelse²⁶, der har påvirket ISS negativt. Herudover er ISS også underlagt skattelovgivning i de lande der laves forretninger i. Dette sås bl.a. i 2008, da ISS betalte skat både i Frankrig og Spanien²⁷, for derefter igen at betale skat i Danmark. Reglerne for dobbeltbeskatning er rettet sidenhen, men eksemplet illustrerer de problemer, der findes med hensyn til internationale skatteregler, og hvordan selskaberne ligger under for politiske beslutninger. At dette skete i EU, hvor der med det indre marked burde være fri bevægelighed af kapital på tværs af landegrænser, er samtidig meget bemærkelsesværdigt.

Politiske tendenser

ISS' påvirkning fra de politiske tendenser har i høj grad været gennem privatisering og udlicitering af offentlige opgaver, især i Europa. På den måde er det offentlige i flere europæiske lande kunder ved ISS, herunder i særdeleshed Frankrig, Storbritannien og de nordiske lande. Tendensen med privatisering og udlicitering er efterhånden flere år gammel i Europa, og ISS identificerer også offentlige institutioner som særdeles vigtige kunder i fremtiden²⁸. Derfor er de politiske tendenser med hensyn til outsourcing af opgaver en vigtig faktor for ISS' fremtidige indtjening, og udviklingen i Europa og USA nævnes som muligheder for omsætningsvækst i fremtiden.

En anseelig del af omsætningsvæksten i ISS har tidligere været gennem opkøb af virksomheder. Selvom denne strategi med virksomhedsopkøb har været neddrolet de seneste år, er det stadig et værktøj ISS vil anvende i fremtiden. Dette har den konsekvens, at et selskab med ISS' størrelse er underlagt visse lovgivningskrav i de lande/områder man opererer i, fx i forhold til monopol og priskonkurrence. Når ISS samtidig ønsker at vokse markant i BRIK-landene, er det vigtigt, at selskabet har et værktøj som virksomhedsopkøb til rådighed for at kunne møde den efterspørgsel, der forventes. Dette er dog ikke så vigtigt som tidligere, efter ISS oplyste, at man ønsker at trimme ikke-kerneområder fra selskabet og fokusere på organisk vækst²⁹.

Økonomiske forhold

Vækstmulighederne for ISS er afhængige af flere faktorer, men generelt er det positivt for ISS med en voksende verdensøkonomi (højere aktivitet), samt en øget tendens for virksomheder til at outsource hidtil

²⁴ ISS årsrapport 2010 side 42

²⁵ Danmarks Radio.dk: Skat går efter multinationale selskaber (26/1-2012)

²⁶ Skatteministeriet: Selskabsskatteloven (20/12-11)

²⁷ ISS årsrapport 2009 side 26

²⁸ ISS årsrapport 2011 side 19

²⁹ Børsen.dk: ISS puster nyt liv i børskrømme (5/3-2012)

interne opgaver, både offentlige og private. Derfor er ISS' vækstpotentiale afhængigt af verdensøkonomiens udvikling, og ikke kun afhængig af væksten i de lande, hvor ISS opererer.

Dette adresserer ISS i deres forventninger til fremtiden, hvor især væksten i Irland, Grækenland og Frankrig forventes at komme under pres. Helt generelt er det dog et stort problem for ISS, hvis flere lande i Europa oplever lavere vækst i de kommende år grundet politiske tiltag, som konsekvens af gældskrisen³⁰, da ISS har en stor del af deres omsætning i Europa.

Udover vækst og outsourcing-tendenser er ISS også underlagt økonomiske risici fra flere forskellige sider. Især valutakursrisici, renterisici og likviditetsrisici er vigtige for ISS at adressere, da selskabet opererer i over 60 lande. Koncernens finansielle risici styres centralt af koncernfinans funktionen ud fra politikker, der er godkendt af bestyrelsen. For valutarisici sikrer ISS beløb over DKK 5 mio. i andre valutaer mod enten DKK eller EUR³¹ gennem valutaswaps. Sammen med den danske kroners tilnærmelsesvist faste kurs overfor euroen, gør det at valutakursrisici for ISS kan betragtes som værende mindre truende for selskabet. Dog er ISS udsat for omregningsrisiko i forbindelse med opgørelsen af koncernregnskabet, da alle lokale valutaer skal opgøres i danske kroner. Opgørelsen kan give større udsving i fremtiden, da en stor del af ISS' vækst sker i lande udenfor EU, hvor der ikke er fast valutakursspænd. Omregningen er dog ikke en direkte risiko, da der ikke påvirkes nogle pengestrømme, men udelukkende giver et billede af valutakursen på regnskabsdagen. ISS' høje gældssætning bevirker, at det er vigtigt for selskabet at sikre sin renterisiko, da rentebevægelser kan have graverende konsekvenser. Fordi der i ISS' lånefaciliteter er indgået forpligtelse til at have minimum 50 % gæld fastforrentet, er der allerede visse foranstaltninger på plads, for at styre renterisici. ISS styrer renterisici ved at anvende fastforrentede obligationer og derivater som renteswaps, hvorved rentebetalingerne på deres senior notes er blevet omlagt fra variabel til fast rente³².

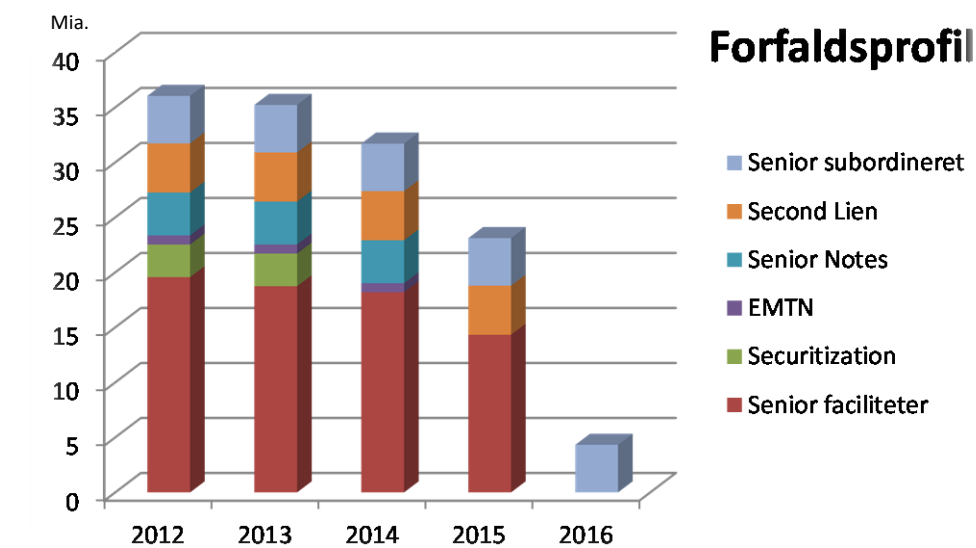
Til sidst kan nævnes likviditetsrisici, hvilket endnu ikke truer ISS, da de har ca. DKK 4 mia. i likviditetsreserver, hvorfor det kunne overses i en behandling af selskabets risici. ISS er dog som tidligere nævnt meget højt gældssat, og der er gældsforfald løbende over de kommende 4 år, set i figur 6. I 2011 blev der efter den fejlslagne børsintroduktion udskudt gæld med udløb i 2012-2013 til henholdsvis 2013 og 2015, hvilket medførte rentetillæg på 25-50 bp på de pågældende lånefaciliteter.

³⁰ Financial Times: Austerity in Europe (artikelserie 2012)

³¹ ISS årsrapport 2010 side 113, dog med fire undtagelser.

³² ISS årsrapport 2010 side 114

Figur 6: Gældsforfald



Kilde: ISS

Hvis det ikke lykkes ISS' ejere at sælge nye aktier i selskabet, og der igen opstår likviditetskrise på de finansielle markeder, kan det blive vanskeligt at refinansiere gælden til favorable vilkår.

Socio-kulturelle faktorer

ISS er som alle andre selskaber afhængige af et godt omdømme i offentligheden, samt gode relationer til sine kunder. Ikke mindst fordi ISS leverer mange ydelser i en branche, hvor konkurrencen er hård, og kunderne dermed har let ved at skifte udbyder af tjenesteydelser. For at bevare et godt omdømme skal ISS levere ydelser, der lever op til det forventede kvalitetsniveau og opfylder de kontraktlige forpligtelser. Derudover er det vigtigt at sørge for, at de vilkår, selskabet byder deres ansatte, er i overensstemmelse med lovgivningen og at reagere på eventuelle klager for at sikre kundernes tilfredshed. ISS har desuden oprettet CSR³³ afdelinger for at kunne imødegå udfordringerne ved de sociale faktorer.

I fremtiden vil der over det meste af Europa ske en ændring i demografien, hvor gennemsnitsalderen vil være stigende og arbejdsstyrken mindre³⁴. Som afledt effekt af dette, skabes både muligheder og udfordringer for ISS, da en større aldrende befolkning vil stille krav til øget service til denne befolkningsgruppe. Det kan derfor medføre øget vækst af visse typer service i Europa. Samtidig kan den faldende arbejdsstyrke gøre det vanskeligt for ISS at rekruttere medarbejdere til selskabet. Størstedelen af ISS' ansatte er lavtlønnede med lidt eller ingen uddannelse, mens personaleomsætningen er høj. Dette må forventes at give udfordringer, men ISS har tidligere haft succes med at rekruttere på tværs af landegrænser, for at imødekomme øget efterspørgsel³⁵.

Udover ændring i demografiske sammensætninger er outsourcing-tendenser en væsentlig faktor for ISS. Denne faktor medtages også under socio-kulturelle faktorer, da det vurderes, at det er trends i måden at føre forretning på, der determinerer virksomheders ønske om at outsource opgaver.

ISS giver gennem en bred produktportefølje deres kunder mulighed for at fokusere på deres kernekompetencer ved at outsource én eller flere opgaver. Dette betegnes også som virksomhedens kernevirkomhed

³³ Corporate social responsibility

³⁴ Europa.eu: The demographic future of Europe (2008)

³⁵ ISS: Tiltrækning af arbejdskraft i Irland (2007)

og støttevirksomhed, hvor støttevirksomheden er det segment ISS forsøger at afdække gennem deres ydelser³⁶. Specifikt tilbyder ISS enkelttydelser som rengøring, ejendomsservice og catering, men det store fokusområde for selskabet er multiydelser eller IFS, hvor ISS overtager den daglige drift af støttevirksomheden. IFS er blevet mere populært hos større selskaber gennem de senere år³⁷, hvorfor ISS har haft stor succes med promoveringen af dette³⁸. Ved indgåelsen af disse kontrakter opnår ISS en høj regional omsætningsvækst, afhængig af markedets størrelse, mens marginalen bliver presset en smule i begyndelsen i forbindelse med opstartsomkostninger ved kontrakten.

Ikke mange andre selskaber kan tilbyde samme portefølje af ydelser som ISS, hvilket giver selskabet en vigtig brik i spillet om de helt store kunder. Kunden har gennem IFS mulighed for at bringe omkostninger ned ved indgåelse af én kontrakt, frem for flere mindre kontrakter med flere leverandører. Dette medfører, at ISS på de stagnerende markeder, såsom store dele af Europa og Amerika, har et værktøj til at skabe vækst ved at erobre markedsandele gennem IFS kontrakter.

En anden mulighed for ISS i outsourcing er den fokus på omkostninger i den offentlige sektor, som den sydeuropæiske gældskrise har medført i resten af den vestlige verden³⁹. Det er plausibelt, at der fra politisk side vil være stor fokus på omkostningsnedbringelser i den offentlige sektor, hvorfor udlicitering af ydelser til selskaber som ISS kan forøges.

Teknologiske faktorer

Den teknologiske udvikling i ISS er formentlig ikke den faktor, som selskabet har størst fokus på. ISS' ydelsesudbud er i dag meget arbejdskraftintensivt, men det er plausibelt, at maskiner kan udføre en væsentlig del af en jobfunktion i fremtiden, især indenfor hovedsegmentet rengøring. Fordi det er services ISS tilbyder, skal arbejdet oftest foretages hos selskabets kunder, hvor forbruget sker på samme tid som levering. Dette medfører, at tendensen hvor arbejdsopgaver flyttes til lavtlønslande er vanskeligere, og det er ikke mange af ISS' services, man kan forestille sig udsat for denne udvikling.

Der hvor teknologien er vigtigst for ISS er på IT området. ISS har meget kommunikation internt i koncernen, og derfor skal deres IT systemer være i orden. Derudover måler ISS dets ansatte på performance, og jo bedre måleinstrumenter, jo mere effektive medarbejdere må man, ceteris paribus, forvente.

I 2003 indgik ISS en aftale med CSC om udliciteringen af IT ansvaret inklusive udvikling, vedligehold og drift. På samme måde som ISS går ind og overtager sine kunders serviceudbud, outsourcete ISS en af deres ikke-kernekompetencer. Aftalen løber til 2015 og er tiltænkt at få alle ISS' divisioner til at operere under samme IT platform, hvilket forventeligt vil bidrage positivt til den interne kommunikation og dermed drift.⁴⁰

Miljømæssige faktorer

Miljømæssige hensyn er blevet et vigtigt emne for virksomheder over de senere år, hvilket har fået selskaber til specifikt at adressere dette område i deres årsrapporter, for at signalere, at man tager stilling til et bedre miljø for omverdenen. Det er vigtigt for ISS at tage stilling til miljøspørgsmål og holde sig indenfor lovgivningen i de områder de opererer i, da det ellers kan have konsekvenser både for selskabets omdøm-

³⁶ COOR service management: Positivt syn på outsourcing (2007)

³⁷ COOR service management: Stærk tendens mod international FM-strategier (2010)

³⁸ ISS årsrapport 2011 side 12

³⁹ Information services group: Europe's public sector increasing the use of outsourcing (2011)

⁴⁰ ISS: ISS og CSC indgår partnerskab (2003)

me, men også i form af sanktioner fra myndigheder. Dette gælder især indenfor brug af kemikalier ved rengøring, hvor ISS har en firmapolitik omkring reduktion af brug af stærke kemikalier samt vandmængde⁴¹. Yderligere tilbyder ISS også 'Green Cleaning', hvor rengøringen foregår i dagstimerne, således at der anvendes mindre elektricitet til bl.a. belysning end på andre tidspunkter af døgnet⁴².

Hvis det skiftende klima fortsætter globalt, kan det ydermere være en chance for ISS til at opsøge nye forretningsområder indenfor bl.a. ejendomsservice. Denne ydelse må forventes at være meget påvirket af det skiftende vejr, hvor fx stigende mængder regnvand påvirker både private virksomheder og offentlige kloaksystemer, der stiller nye krav til service af disse⁴³.

Opsummering af PESTEL faktorerne

De vigtigste makro-faktorer der påvirker ISS er de økonomiske, politiske og socio-kulturelle faktorer. De økonomiske faktorer er valuta- og renterisici, mens selskabet, ligesom de fleste andre, er påvirket af økonomiens generelle udvikling. En tidligere ikke sandsynlig trussel er samtidig gældskrisen i Sydeuropa, og de konsekvenser den kan have for ISS. Euroens fald overfor andre valutaer er gunstigt for ISS, da omregningen til danske kroner får resultaterne til at fremstå bedre, men omvendt kan en forværring af forholdene i Sydeuropa ikke afvises at få konsekvenser for ISS, da en stor del af selskabets omsætning genereres i denne region.

Skatte- og konkurrenceregler påvirker i høj grad ISS indenfor de politiske og lovmæssige faktorer, og mangel på gennemsigtighed i et internationalt perspektiv, kan være meget afgørende for selskabet. Derudover er den politiske vilje til at outsource en vigtig faktor, både indenfor de politiske faktorer, men samtidig indenfor de sociokulturelle. Især fokus på omkostninger i den offentlige sektor er en fordel for ISS, hvis det fører til øget outsourcing.

Porters Five Forces

Porters Five Forces-modellen anvendes for at determinere konkurrencegraden som ISS opererer indenfor. De forskellige typer konkurrence ses i tabel 2 herunder, hvor rentabiliteten stiger, når konkurrencegraden går mod højre.

Tabel 2 ⁴⁴ : Konkurrenceformer				
	Fuldkommen konkurrence	Oligopol	Duopol	Monopol
Koncentration	Mange selskaber	Flere selskaber	To selskaber	Ét selskab
Entry og exit barrierer	Ingen	Signifikante		Høje
Differentiering	Homogene ydelser	Muligheder for differentiering		
Informationsniveau	Ingen begrænsninger for information	Imperfekt information		

Ifølge Porters Five Forces kan en industris rentabilitet beskrives ved hjælp af fem kræfter. Disse fem kræfter er:

- Rivaliseringsgrad mellem eksisterende virksomheder

⁴¹ ISS årsrapport 2010 side 35

⁴² ISS: Green cleaning (2010)

⁴³ Ingeniøren: Københavns kloakker tømt i havnen før regnvejr (19/8-2011)

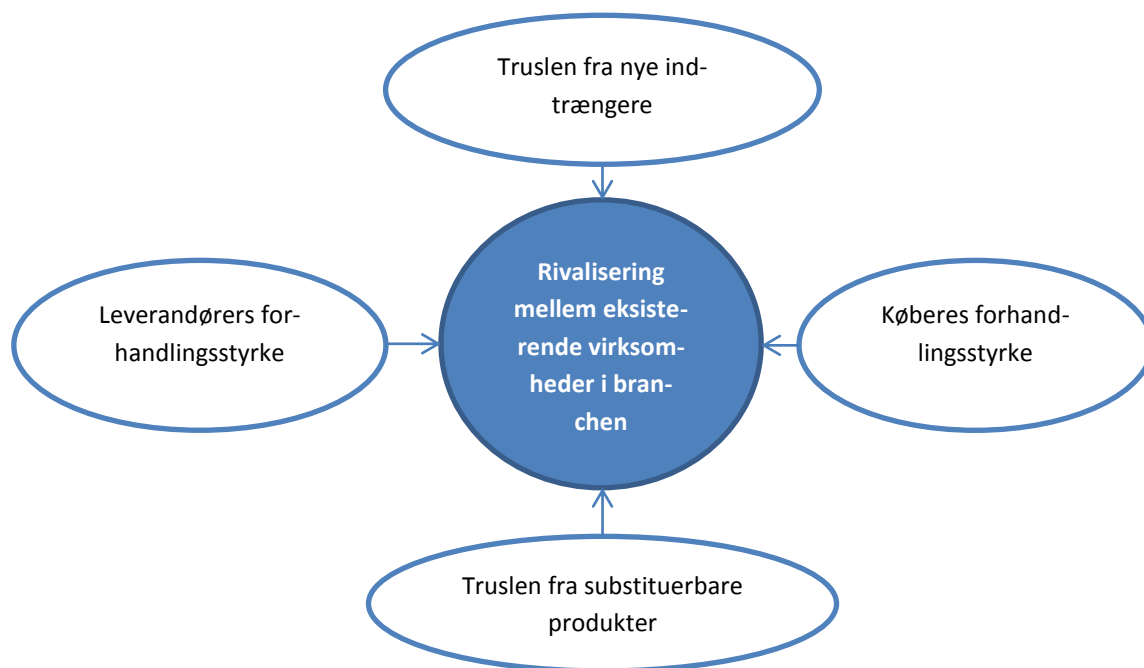
⁴⁴ Grant, Robert (2008) side 72

- Leverandørers forhandlingsstyrke
- Køberes forhandlingsstyrke
- Trusler af substituerbare produkter og tjenester
- Truslen om nye virksomheder i branchen

Disse kræfter udgør tilsammen en industris struktur, der typisk er meget stabil⁴⁵.

Den samlede styrke af ovennævnte fem kræfter er medvirkende til at bestemme virksomhedens evne til at generere afkast på investeringer, der overstiger dens kapitalomkostninger. ISS opererer i mange lande og i forskellige brancher såsom rengøring, sikkerhed og catering. Af denne grund, kan ISS' største konkurrenter opdeles i tre grupper: de små lokale virksomheder der tilbyder en eller flere ydelser til de lokale kunder, de internationale facility service-virksomheder såsom Compass, Sodexo, Rentokil, Serco og Aramark, og virksomheder, der håndterer deres FS internt. Porters Five Forces model er ikke specifik henvendt til nogle brancher frem for andre, men kan i stedet påføres bredt som analyseværktøj. Derfor anvendes modellen i det kommende afsnit, for at bestemme tiltrækningskræften i FS branchen for ISS.

Figur 7: Porters Five Forces



Kilde: Michael Porter

Truslen fra nye indtrængere:

Nye virksomheder kan trænge ind i en branche, hvis adgangsbarriererne i denne branche er lave. Sker dette vil konkurrenceintensiteten stige, og marginalerne vil formindskes. Det er umiddelbart en stor trussel for ISS, da selskabet har høj eksponering mod rengørings- og ejendomsservicebranchen. I disse brancher er der meget lave adgangsbarrierer, da alt hvad der typisk kræves er få materialer og arbejdskraft. Små lokale virksomheder er derfor implicit store konkurrenter for ISS på enkeltserviceydelser. Desuden er der lave opstartsomkostninger, på nær enkelte undtagelser ved ydelser hvor stort maskinel er påkrævet, og nemt at

⁴⁵ Johnson, Whittington & Scholes (2010) side 54

komme ud af branchen uden store omkostninger. Dette er med til at øge konkurrenceintensiteten, og gør at der er tæt på fuldkommen konkurrence i disse brancher. Dette er både gældende lokalt og globalt for ISS' forretning.

ISS forsøger at dæmme op for denne konkurrence ved at tilbyde virksomheder 'Integrated Facility Services', hvor kunderne kan skræddersy ISS' løsninger til deres behov, og købe flere ydelser på én gang. Dette skaber en situation, hvor ISS ikke er så udsat på enkeltområder som fx rengøring, hvis de samtidig står for flere andre daglige opgaver hos kunderne. Personaleomkostningerne kan tilmed nedbringes, hvis én ansat kan varetage flere opgaver, og dermed mindske spildtiden i løbet af dagen.

Køberes forhandlingsstyrke:

Ifølge Porter er købers forhandlingsstyrke stærk, hvis der er lave omkostninger forbundet med at skifte leverandør og hvis der er mulighed for selv at levere produktet/ydelsen⁴⁶. Begge disse forudsætninger er til stede i ISS' tilfælde, hvilket indikerer, at ISS' kunder har stor forhandlingsstyrke, og dermed at branchen er karakteriseret ved stort *consumer surplus* frem for *producer surplus*⁴⁷.

ISS' kunder er en meget heterogen gruppe, da de rangerer fra mindre virksomheder, der efterspørger enkelttydelser såsom rengøring, til multinationale selskaber, der via centraliserede indkøbsprocesser, køber ind til hele regioner ét sted⁴⁸. Dette anses som en god mulighed for ISS, da der ikke umiddelbart findes konkurrenter, der kan operere internationalt og tilbyde præcis samme ydelser som ISS, hvorfor der er færre konkurrenter på IFS ydelser. Det er dog værd at bemærke, at ISS' ti største kunder udgør ca. 6 % af den samlede omsætning, hvorfor der må forventes at være nogen forhandlingskraft, når kundernes engagementer når en vis størrelse.

I modsætning til disse er kunder, som kun efterspørger en enkelt ydelse. Disse kunder har langt højere forhandlingskraft, i og med at der er mange flere konkurrenter og det er relativt omkostningsfrit at shoppe imellem leverandører af serviceydelser. Det er derfor forståeligt at ISS i deres årsrapporter giver udtryk for at ville styrke IFS-delen af forretningen, da det vil give bedre forhandlingskraft overfor kunderne. IFS-delen kan styrkes enten ved at eksisterende kunder efterspørger flere ydelser, men ikke ønsker forskellige leverandører, eller at ISS indgår nye kontrakter med store virksomheder.

Kundernes største aktiv i forhandlingsspillet er dog, at det er relativt enkelt for dem at varetage visse ydelser selv, kaldt baglæns vertikal integration. ISS er dermed presset af mange konkurrenter på enkelttydelser der holder priserne nede, mens kunderne samtidig også kan udføre mange af ydelserne selv. Dette giver kunderne meget gode forhandlingsmuligheder overfor ISS, og på enkelttydelser er der derfor tale om fuldkommen konkurrence, hvor virksomhederne i branchen i et vist omfang bliver pristagere.

Leverandørers forhandlingskraft:

Når leverandører har en høj forhandlingskraft er en branche mindre attraktiv ifølge Porter. Dette fordi priser og vilkår afhænger af forhandlingen mellem leverandør og køber. De tre hovedpunkter ved ISS' leverandører er levering af arbejdskraft, maskiner/udstyr og finansiering.

⁴⁶ Johnson, Whittington & Scholes (2010) side 58

⁴⁷ Grant, Robert (2008) side 67

⁴⁸ ISS årsrapport 2011 side 35

Hvert år køber ISS hos mere end 5500 forskellige leverandører, hvilket er en naturlig konsekvens af at ISS opererer globalt. Med operationer i mere end 60 lande er det godt og vel 90 leverandører i hvert enkelt land, om end en sådan opdeling ikke er helt korrekt, da det ikke er de samme opgaver, der udføres i alle lande, og ikke alle regionale markeder er lige store. Fordi selskabet har så mange leverandører, er der investeret i et IT system, hvor der er kontrol over indkøbsstyringen, så der holdes fokus på indkøb af materialer med den rette kvalitet og til den rigtige pris⁴⁹. Det må dog formodes, at det er vanskeligt for ISS at kontrollere hvorvidt alle selskabets leverandører lever op til de krav, der er opsat i selskabets regelsæt⁵⁰. Grundet ISS' mange leverandører og den sparsomme information omkring hvor meget der handles ved den enkelte leverandør, er det ikke muligt at fastslå hvor meget magt den enkelte leverandør har overfor ISS.

ISS' ansatte er leverandører af arbejdskraft til selskabet. Da de fleste af de ansatte, som tidligere nævnt, er karakteriserede ved at have kort eller ingen uddannelse, står disse ansatte med dårlige vilkår for forhandling, da det er relativt enkelt for ISS at rekruttere i dette segment. Da der er en hård priskonkurrence har ISS formentlig ikke den store mulighed for at belønne dygtige medarbejdere, hvilket bidrager til at forstærke den høje personaleomsætning, der er hos ISS og i branchen.

ISS' adgang til finansiering er der ikke umiddelbart nogle trusler forbundet med. Selskabet har flere gange tidligere udstedt obligationer i samarbejde med store finanshuse, samtidig med at man har indgået aftale om ny lånefacilitet for nylig, hvilket bevirker, at ISS har finansieringen på plads. At storbanken Goldman Sachs udgør 44 % af ISS' ejerandel på nuværende tidspunkt, og dermed har nem adgang til kapital herigenem, nedsætter eventuelle trusler markant⁵¹.

Den nuværende lave rente bevirker samtidig, at ISS har mulighed for at finansiere sig til konkurrencedygtige priser på længere sigt, hvilket er en mulighed, efterhånden som de nuværende obligationer udløber, og der endnu ikke er nogen afklaring på selskabets ejersituation.

Leverandørers forhandlingsstyrke vurderes ikke til at være særlig høj og nogen trussel for ISS. Den lave forhandlingsstyrke hos selskabets leverandører medfører, at ISS' ejere får en større andel af *producer surplus*⁵², hvor det er muligt.

Substituerbare ydelser:

Et substituerbart produkt er en trussel, hvis de behov ISS' service dækker, kan leveres af andre virksomheder ved hjælp af en anderledes proces. Et eksempel kunne være rengøring, der i dag i høj grad er arbejdskraftintensiv. I fremtiden er det ikke implausibelt, at anvende mere teknologiske løsninger som fx robotstøvsugere, der i øjeblikket oftest anvendes i private hjem. Dette er dog umiddelbart ikke nogen trussel, da ISS ikke vil have problemer med at anvende nye teknologi i deres egne processer.

Det er dermed vanskeligt at se hvor de substituerbare trusler mod ISS' services skulle komme fra. Uden at være en substituerbar service har ISS' kunder dog mulighed for selv at tage sig af driften i deres virksomheder, i stedet for at outsource opgaverne, med de konsekvenser der nu følger med. Hvis ISS forsøger at hæve

⁴⁹ Innologic.dk: ISS facility services (2009)

⁵⁰ ISS årsrapport 2008 side 31

⁵¹ Købere pantsætter ISS, Børsen, 18.05.2005

⁵² Grant, Robert (2008) side 67

prisen hos deres nuværende kunder, kan dette blive virkelighed. Det er dog i mindst lige så høj grad et parameter i 'Købernes forhandlingsstyrke', hvorfor emnet er behandlet derunder.

Truslerne fra substituerbare services vurderes derfor til at være lav.

Rivalisering i branchen

Placeret centralt i figur 7 er den nuværende konkurrencesituation i den valgte branche. Pilene i figuren illustrerer hvordan de andre faktorer er medvirkende til at bestemme hvor hård rivaliseringen er. Grundet de mange forskellige ydelser ISS tilbyder, samt deres globale tilstedeværelse, er det rent praktisk umuligt, at dække branchens grad af rivalisering fuldstændigt. Da der ikke er et selskab, der stringent tilbyder de samme ydelser som ISS, vil den gældende konkurrencesituation for ISS i stedet forsøges beskrevet.

På baggrund af at FS-branchen omfatter mange forskellige typer af tjenester, er rivaliseringen mellem de store konkurrenter mindre intens, fordi selskaberne har forskellige FS som deres primære forretningsområder. ISS' hovedområder er, som tidligere nævnt, rengøring og ejendomsservice der tilsammen genererede 72 % af selskabets omsætning i 2011. De identificerede konkurrenter i peer gruppen har deres fokus indenfor catering og support (Compass), hygiejneservice og tilhørende produkter (Rentokil), mens Sodexo og Aramark er de mest sammenlignelige med catering og facility management. Umiddelbart er der dermed ikke tale om at én enkelt spiller er dominerende på hele FS markedet, men at hver spiller har sit fokusområde, hvor de andre samtidig har en mindre markedsandel. Hertil kommer de lokale virksomheder, der tilbyder én eller få ydelser, som også er med til at holde prisen på ydelser nede. De lave exit barrierer for disse spillere er ydermere med til at gøre konkurrencen hårdere.

Væksten er en anden indikator på hvor hård konkurrencen i branchen er. I årene op til den globale afmatning i 2007/2008 var der høj vækst i facility management branchen, der er blevet efterfulgt af nogle sløje år⁵³. Når der i en branche er lav vækst, sker den vækst der er ofte på bekostning af rivalers omsætning, hvorfor konkurrencesituationen bliver intensiveret. Umiddelbart har dette ikke været tilfældet for ISS, da selskabet har haft en nogenlunde stabil profitmargin over de seneste år. Dette er muligvis begrundet i det faktum at ISS har været gode til at identificere lande, hvor væksten er høj, og har etableret sig her. Samtidig har ISS ikke nogen planer om at konkurrere på pris alene, men en balance mellem den ønskede kvalitet for kunden til den rette pris. Noget kunne tyde på at dette valg er ganske fornuftigt, da ISS i 2011 vurderedes til at være det andet bedste selskab på verdensplan til at overtage virksomheders tjenesteydelser⁵⁴. En lav grad af differentiation i de produkter ISS tilbyder i forhold til deres konkurrenter, er også med til at forøge graden af konkurrence i branchen. De typisk tilbudte ydelser er svære at differentiere fra konkurrenterne, hvorfor hovedargumentet for kundens valg typisk vil være prisen for ydelsen.

En af ISS' løsninger på den hårde konkurrence i branchen er længerevarende kontrakter, der indgås med kunderne. Dette binder kunden og ISS til samarbejde over en årrække, hvilket blandt andet medfører, at ISS kender deres betalingsstrømme fra kunderne, og derfor ikke er underlagt usikkerhed i forbindelse med underliggende prisændringer i markedet, ej at forveksle med ændringer i omkostningsniveauet. Ydermere vil der skulle betales kompensation, hvis nogle af parterne vil opsiges kontrakten eller den misligholdes.

⁵³ ISS – Industry Trends (2010)

⁵⁴ International association of outsourcing professionals: The global outsourcing 100 (2012)

Rivaliseringen i branchen vurderes til at være meget hård, på trods af ISS ikke har nogen direkte konkurrent. Servicebranchen er grundet dens karakteristika meget fragmenteret, hvorfor konkurrencen opstår fra flere sider på de lokale markeder. ISS' fordel er, at selskabet kan tilbyde en bred portefølje af ydelser, og kan gøre det for multinationale virksomheder på tværs af landegrænser.

Opsummering af Five Forces

Baseret på de undersøgte faktorer, er det tydeligt, at der er en hård konkurrence i servicebranchen. Køberne af tjenesteydelser har en høj forhandlingskraft, mens det også er enkelt for nye virksomheder at indtræde i de fleste markeder. Dette skaber pres på priserne for ISS og de andre virksomheder, og branchen er også karakteriseret ved en lavere profitmargin sammenlignet med mange andre brancher⁵⁵. Da rengøring og ejendomsservice står for så relativt stor en andel af ISS' omsætning anses truslen om nye indtrængere som høj, da det er let at etablere nye virksomheder indenfor disse segmenter. Denne trussel gælder dog hovedsageligt de mindre lokale konkurrenter, da disse områder ikke er lige så kapitalintensive sammenlignet med den kapacitet der kræves for at tilbyde IFS, hvor ISS ikke vurderes til at have de store konkurrenter på nuværende tidspunkt. Hvis ISS i fremtiden formår at skabe højere afkast ved levering af IFS løsninger, vil flere af de multinationale konkurrenter formentligt intensivere deres fokus på dette område.

Substituerbare ydelser udgør umiddelbart ikke den store trussel mod ISS, mens leverandørers forhandlingskraft er svær at kvantificere, men ikke vurderes til at være særlig høj overfor ISS, da der er rigeligt med leverandører af produkter og arbejdskraft at vælge imellem, mens et godt IT system forbedrer kontrollen af leverandører løbende.

Fordi Five Forces modellen er anvendt som analyseværktøj er det værd at bemærke, at Porter selv identificerer godt profitpotentiale som værende vigtigt for en attraktiv branche. Da ISS og dens konkurrenter generelt opererer med meget pressede marginer grundet konkurrencesituationen i markedet, vurderes branchen dermed ikke som værende særligt attraktiv. I forhold til brancheudviklingen i de kommende år, er det vanskeligt at beskrive en generel tendens, da de geografiske markeder ikke er lige udviklede. Med de kendte branchekarakteristika formodes ikke en væsentlig ændring i de fem beskrevne konkurrenceparametre, da der ikke ses nogle umiddelbare ændringer i entry-exit barrierer, der til en vis grad bestemmer truslen fra nye indtrængere og køberes forhandlingsstyrke.

SWOT analyse

SWOT analysen er et vurderingsredskab til at skabe overblik over et selskabs interne miljø, dets styrker og svagheder, og dets eksterne miljø, muligheder og trusler. Denne relativt simple model hjælper selskabet med at identificere faktorer, der påvirker selskabets performance på nuværende tidspunkt, samt adressere potentielle bevægelser i fremtiden. På grund af begrænset information omkring selskabets forskellige divisioner, er det vanskeligt at gå i dybden med identificeringen af de forskellige faktorer, hvorfor det vil være de overordnede faktorer, der vil beskrives i analysen. Flere af de nævnte faktorer er tidligere nævnt i både PESTEL og Five Forces, hvilket er naturligt, da SWOT analysen inddrager faktorer fra selskabets interne og eksterne miljø. Af samme grund vil enkelte af delene i SWOT analysen ikke uddybes, da dette er gjort.

⁵⁵ Grant, Robert (2008) side 70

Figur 8: SWOT model

Styrker (Interne): God positionering i vækstmarkeder, pæn organisk vækst Excellence centre og vurdering af performance Fokus på IFS, mulighed for tværregionale kontrakter Tilfredse kunder Nemt at tilpasse ydelsesudbuddet efter efterspørgslen Lavt behov for investering i driften	Svagheder (Interne): Rengøring og ejendomsservice udgør en høj andel af omsætningen, med lave marginer. Største marked er lavvækst-markeder Konkurrencesituation på enkeltservices er meget hård. Høj finansiell gearing, dyrere funding pga. forlængelse af gældsforfald. Faldende erfaringsniveau (højere personaleomsætning)
Muligheder (Eksterne): Flere internationale kontrakter via globale kunders outsourcing. Fokus på vækstmarkeder Outsourcing som trend i offentlige og private virksomheder. Udlicitering af opgaver til andre virksomheder i stedet for opkøb.	Trusler (Eksterne): Lavkonjunktur i Europa (største marked). Valutaomregning, større del af omsætning udenfor Europa. Få eller ingen barrierer på hovedmarkeder. Står ved en skillevej mht. ejerskab, vil markedet belønne strategien? Købte virksomheder skal integreres og vokse for ikke at gentage historien.

Styrker:

På baggrund af ISS' tidligere aggressive opkøbsstrategi er selskabet nu positioneret godt i højvækstlande. Især BRIK landene giver ISS pæne organiske vækstrater, i en tid hvor hovedmarkederne stagnerer. Den organiske vækst i vækstregionerne var i 2011 13 % i Asien, 29 % i Latinamerika mens vækstraten i Rusland var 60 %⁵⁶. Skal ISS indfri selskabets egne forventninger med hensyn til indhentning af ny egenkapital, er det nødvendigt for selskabet at disse vækstrater fortsættes, hvis delen i Europa fortsætter med lavere vækst. I de større vækstlande tilbyder ISS også IFS løsninger, hvilket er positivt, da det medvirker til mersalg af andre ydelser til kunder, som på nuværende tidspunkt kun køber enkeltløsninger⁵⁷. Da multinationale selskaber i flere år har udvidet til disse regioner, er det også en styrke, at ISS kan tilbyde ydelser på tværs af landegrænser, så disse selskaber kan centralisere visse indkøbsprocesser.

En anden styrke er ensrettede IT systemer, hvor ISS bl.a. måler performance af deres ansatte og leverandører. Dette giver ISS mulighed for hurtigt at indsamle information, hvis noget ikke er som det skal være. Eller omvendt, hvis noget i organisationen gøres positivt, at få delt denne information med andre divisioner.

Derudover har ISS et virkeligt stærkt brand indenfor serviceindustrien, eksemplificeret i placeringen på outsourcing listen⁵⁸. At ISS har formået at skabe sig et brand indenfor service er meget imponerende, branchen taget i betragtning. Det kan tiltrække store virksomheder med en vis profil/brand, der ønsker at få ydelser leveret af et selskab, hvor brandet forudsætter en vis kvalitet af ydelserne.

Størrelsen og den brede vifte af forretningsområder betyder, at ISS kan tilbyde store IFS kontrakter, hvor de tager sig af alt i deres kunders forretning, som ikke har at gøre med deres kerneforretning. Samtidig kan ISS

⁵⁶ ISS årsrapport 2011 side 15-18

⁵⁷ ISS årsrapport 2011 side 18

⁵⁸ International association of outsourcing professionals: The global outsourcing 100 (2012)

levere ydelser til den samme kunde på tværs af landegrænser, som de gør med flere multinationale selskaber. Kontrakten her er ikke kun større, men normalt også længere og mere rentabel, når den har kørt et par år. Med selskabets ydelsesportefølje der nu tilbydes, er der god mulighed for at blive markedsledere i IFS-segmentet. Ingen af deres konkurrenter tilbyder den samme brede vifte af tjenester, som ISS gør. Den store tilstedeværelse i rengøring og ejendomsservice giver gode muligheder for at udvide deres udbud til nuværende kunder med andre tjenester, hvis denne efterspørgsel i det konkrete tilfælde er til stede. ISS' position i IFS-markedet vurderes derfor til at være signifikant i ønsket om organisk vækst, gennem erobring af markedsandele.

Evnen til at tilpasse udbuddet til efterspørgslen er derudover et vigtigt parameter til at styre omkostningerne i selskabet. Da der ikke kræves det store kapitalinput i den daglige drift, er det stort set udelukkende arbejdskraften, som ISS skal tilpasse. Fordi naturen af serviceydelser medvirker at forbrug og levering typisk finder sted på samme tid, er dette mindre problematisk end i andre brancher.

Svagheder:

Hos ISS identificeres de interne svagheder til at være selskabets store andel af omsætningen i Europa. Baggrunden for at kalde det en svaghed er, at marginerne med visse undtagelser er pressede i Europa, samtidig med at regionen har meget lav vækst, igen med visse undtagelser. Derfor påvirkes ISS' samlede resultater relativt meget af udviklingen i den europæiske del af forretningen.

Udover vækst på topline, er det vigtigt, at ISS leverer gode resultater på bundlinjen. Derfor er ISS' høje andel af enkelttydelser som rengøring og bygningservice noget der trækker overskudsgraden for selskabet ned. Som tidligere nævnt er det relativt let at tilbyde disse ydelser, hvorfor konkurrencesituation på disse ydelser er meget intens. Positivt er det dog, at de to store poster fylder mindre ud af ISS' totale omsætning for hvert år der går, mens IFS opnår en stadig større andel af den stigende omsætning.

ISS har valgt at have en høj gearing, hvilket må siges at være en væsentlig svaghed i øjeblikket. Fordi ISS i 2011 valgte at udskyde indfrielsen af obligationer med udløb i 2013, blev der tillagt henholdsvis 25 og 50bp oveni kuponen på to af selskabets lånefaciliteter⁵⁹. Derudover betyder den høje gearing, at ISS ikke har mulighed for at ekspandere forretningen via opkøb i samme grad som tidligere, hvilket kan betyde, at selskabet går glip af vækstmuligheder ved akquisitioner.

Som tidligere nævnt har ISS også en høj personaleomsætning, hvilket også ses i resten af branchen. Derfor er det ikke komparativt set en svaghed, men en stigende personaleomsætning vil være negativ, da det samlede erfaringsniveau, og dermed ISS' høje kvalitetsniveau, falder.

Muligheder:

ISS har tidligere positioneret sig godt med hensyn til fremtidige vækstmarkeder, hvorfor de nu i de store vækstmarkeder, fx BRIK-landene, kan tilbyde IFS kontrakter samt gode enkeltløsninger. Disse vækstlande giver ISS en høj organisk vækst, mens der yderligere opstår markeder gennem IFS, da udenlandske selskaber, der ønsker at indtræde i disse vækstlande, kan bruge én international ydelsesleverandør. Desuden har ISS i 2010 og 2011 med succes vundet IFS kontrakter i de vestlige lande, hvilket indikerer, at fokus på dette segment kan vise sig at blive værdifuldt i forhold til at fastholde og vinde markedsandele på hårdt pressede

⁵⁹ ISS årsrapport 2011 side 160

markeder. I USA har ISS vundet flere IFS kontrakter, men den høje organiske vækst i regionen er også kommet på baggrund af rengøringsdelen, da dette område er USA's største FS forretningsområde⁶⁰.

I forbindelse med årsregnskabet for 2011 bekendtgjorde ISS, at selskabets fokus i fremtiden ville være at få trimmet selskabet og fokusere på nøglekompetencerne. Dette kan umiddelbart tolkes som et signal om at ISS ikke har tænkt sig at udvide i samme grad som tidligere ved virksomhedsopkøb. I 2011 blev der kun købt små virksomheder i Asien, mens flere blev solgt fra⁶¹. Af denne grund forventes der ikke de store opkøbsmuligheder i fremtiden, med mindre det er strategisk vigtigt for ISS fx i forbindelse med IFS opstart. Alternativt kan ISS anvende eksterne virksomheder, der dækker forretningsområder i områder ISS endnu ikke har etableret fuldt IFS udbud i. Sammenholdt med ISS' ønske om selv at levere totalløsninger vurderes dette som mindre sandsynligt.

Som nævnt i PESTEL analysen er outsourcing tendenser en vigtig faktor i ISS' fremtidige vækst. For både offentlige og private virksomheder gælder det, at man vil reducere i omkostningsniveauet og fokusere på kernekompetencer. Hvis trenden med outsourcing af ydelser skal fortsætte, er det vigtigt, at kunderne får noget mærkbart ud af outsourcing, hvilket stiller krav til leverandører som ISS om et højt kvalitets- og lavt omkostningsniveau, hvilket også presser marginerne.

Trusler:

ISS som selskab er på grund af sin globale eksponering udsat for flere trusler. Om end det ikke er trusler på selskabets eksistens, så er det ikke desto mindre vigtigt at adressere disse trusler, især med antagelsen om en virksomhedstransaktion i 2012. Ligesom væksten i serviceydelser faldt under den finansielle krise i 2008-2009, vil en tilsvarende lavkonjunktur presse væksten i Sydeuropa, hvor ISS' forretning i forvejen er stagneret. For at illustrere truslen stammer 18 % af ISS' samlede omsætning fra Frankrig, Spanien, Grækenland, Italien og Portugal, mens andelen af ISS' omsætning i Europa (fraregnet Skandinavien og Østeuropa) er 51 %. Positivt er det dog, at denne forholdsvist store andel af omsætningen gennem de seneste år er reduceret, grundet ekspansionen i resten af verden. Der er dog ingen grund til at tro at ISS' lokale/globale konkurrenter ikke vil være udsat for de samme markedsmæssige risici som ISS, men fordi det er et erklæret mål fra ISS' ejere at kapitalisere dele af deres investering, er et lavvækst-scenarie en trussel, da det er væksten, der skal drive prisen for ISS' ejere.

Entry og exit barrierer er desuden meget lave på de lokale markeder for enkelttydelser, hvilket især presser marginerne på rengøring og ejendomsydelser. Derfor er fokus på en vækst i IFS og multiservice segmentet positivt, da der her kræves større mængder kapital til indtræden for at gøre sig gældende.

Sidste punkt under trusler henføres til ISS' historiske evner til at opkøbe selskaber og integrere disse i forretningen. I begyndelsen af det nye årtusinde forsøgte ISS at vokse ved hjælp af opkøb, hvilket medførte en forringet driftsmarginal og resulterede i frasalg af dele af de opkøbte virksomheder grundet manglende synergieffekter⁶². Aktiekursen reagerede kraftigt på denne delvist forfejlede strategi, og i relation til ISS' nuværende situation vil endnu en forfejlet opkøbsstrategi sende et signal om, at ISS som selskab ikke formår både at skabe omsætnings og overskudsvækst. På nuværende tidspunkt er ISS' vækst og marginaler dog pæne, hvorfor dette ikke er nogen stor trussel.

⁶⁰ Interconnection Consulting: Facility Management in the US reached \$ 271,2 billion (18/10-2011)

⁶¹ ISS årsrapport 2011 side 12

⁶² Spliid, Robert (2007) side 296

Opsummering af strategisk analyse

De tre strategiske modeller der er anvendt har bidraget til forståelsen for ISS' forretningsområde. Karakteristisk for branchen er få store multinationale ydelsesleverandører, men mange små leverandører, og altså et fragmenteret marked med lave marginer. ISS forsøger at omgå dette ved fokus på IFS-segmentet, hvor konkurrencen er mindre intens, og derfor antageligvis medfører et højere afkast. Ud fra Five Forces er denne intention fornuftig, da det blev fastslået generelt for servicebranchen, at de lave profitmarginer medførte en mindre attraktiv branche, især på enkelttydelser. Bliver levering af IFS så populært som ISS håber på, vil selskabets konkurrenter formentlig også fokusere mere på dette segment, hvilket kan presse marginerne i dette segment. Baseret på dette vil udvikling i marginerne i proforma regnskaberne antageligt ikke udvikle sig væsentligt.

ISS' vækst er afhængig af udviklingen i verdensøkonomien, der sammen med outsourcing tendenser determinerer, hvorvidt efterspørgslen efter selskabets ydelser stiger eller falder. Servicebranchen er dermed cyklisk, og et succesfuldt salg for ISS' ejere vil være betinget af en fortsat vækst på ISS' markeder samt vundne markedsandele gennem øget IFS.

Som følge af fortidens aggressive gældsfinansierede virksomhedsopkøb er ISS' mulighed for yderligere låneoptag/højere gældsgrad vurderet som vanskelig, hvorfor yderligere udvidelser til supplerende af det nuværende IFS udbud ikke antages sandsynligt. Skal dette sandsynliggøres, synes en aktieemission derfor fornuftig for at konsolidere balancen, og give mere fleksibilitet i henhold til udvidelse af forretningsområderne. En organisk udvikling i nye geografiske områder vil formentlig være tidskrævende, og derfor er akkvisitiv vækst at foretrække, da der her automatisk følger et kundegrundlag med, hvorfra der kan arbejdes videre med andre dele af forretningen. Såfremt ISS ønsker at anvende dele af provenuet fra en børsnotering til investering, vil dette umiddelbart give mening.

Regnskabsanalyse

Historiske årsregnskaber måler selskabers evne til at skabe værdi til sine aktionærer, og er samtidig basis for budgettering af fremtidige årsregnskaber og dermed forventet afkast. Disse forventninger danner basis for værdiansættelsen af selskabet. For at præcisere budgetteringen analyseres ISS' regnskaber fra de foregående fem år, på baggrund af reformulering af de enkelte dele af regnskabet; egenkapitalen, resultatopgørelsen og balancen. Reformulering af regnskaber er en omfattende og krævende proces, der ikke må undervurderes i forhold til identifikation af værdiskabelse i et selskab. Processen kræver gennemgang af flere årsregnskaber, og tilknyttede noter under de enkelte poster, for at give de mest præcise estimater til anvendelse i nøgletallene.

Metoden anvendes for at skille driftsaktiviteter fra finansieringsaktiviteter, da driftsaktiviteterne forventes at stå for den fremtidige værdiskabelse. Ydermere reformuleres med tanke på, hvorvidt der er tale om permanente eller transitoriske poster i regnskabet, da sidstnævnte ikke har prognosemæssig værdi⁶³, og derfor vil være dårlige pejlemærker i forhold til fremtidig performance. Metodisk vil regnskabsanalysen foretages på baggrund af værktøjerne fundet i Elling & Sørensen (2005) samt Penman (2010). Notationen i afsnittet er fra Elling & Sørensen (2005), hvilket bevirker visse forskelle fra typiske regnskabsbegreber⁶⁴. De viste tabeller læses på følgende måde; historiske tabeller kronologisk fra højre mod venstre, mens budgetterede tabeller læses kronologisk fra venstre mod højre. Med mindre andet er nævnt er værdier i tabeller opgjort i millioner.

Reformulering af regnskaber

Følgende dele af ISS' regnskaber reformuleres; egenkapital, resultatopgørelse og balance. Pengestrømsopgørelsen reformuleres ikke, da det ikke er nødvendigt, såfremt reformuleringen af de første tre poster er udført korrekt⁶⁵.

Egenkapitalopgørelsen

Formålet med at reformulere egenkapitalopgørelsen er at sikre, at alle værdiændringer medtages i den efterfølgende regnskabsanalyse. Værdiændringer, der bliver ført på egenkapitalen, vil ikke blive medtaget, hvis blot nettoresultatet fra resultatopgørelsen anvendes. Beregnes derimod totalindkomsten, som måler periodens resultat i balancen, medtages alle værdiændringer inkl. ændringer, der er ført på egenkapitalen⁶⁶. Indtægter og omkostninger samt gevinster og tab uden om resultatopgørelsen kaldes "dirty surplus accounting". Af såkaldte "dirty surplus" poster kan nævnes værdiregulering af sikringsinstrumenter samt dagsværdiregulering af værdipapirer direkte på egenkapitalen.

Resultatopgørelsen

Forskellen mellem den oprindelige resultatopgørelse og den reformulerede resultatopgørelse er, at der i den reformulerede resultatopgørelse skelnes mellem drift og finansiering. Derudover inkluderes dirty surplus-poster, dvs. ikke-resultatførte poster fra egenkapitalopgørelsen. Reformuleringen bevirker yderligere, at det er lettere at skelne afkastet på driften fra usædvanlige poster og finansieringen, end i det officielle regnskab.

⁶³ Elling & Sørensen (2005) side 11

⁶⁴ For definition af begreber se bilag 1

⁶⁵ Elling & Sørensen (2005) side 152

⁶⁶ Elling & Sørensen (2005) side 105

Balancen

Officielle årsregnskaber er ikke egnede som udgangspunkt for analyse, da der ikke skelnes mellem driftsaktiver og ikke-driftsaktiver i balancen⁶⁷, og anvendte nøgletal herfra ville være fejlbehæftede. Den reformulerede balance opdeles i henholdsvis driftsaktiver og driftsforpligtelser på aktivsiden og i finansielle aktiver og finansielle forpligtelser på passivsiden. Dette sker for at skelne imellem drifts- og finansieringsaktiviteten, for dernæst at kvantificere værdien skabt fra driften på grundlag af den kapital, der er investeret i driften. Forskellen mellem driftsaktiverne og driftsforpligtelserne er lig med nettodriftsaktiverne (NDA) og udgør således den investerede kapital i driften. NDA er lig med posterne på passivsiden, nemlig netto finansielle forpligtelser (NFF) tillagt egenkapital (EK) og minoritetsinteresser (MIN).

Reformuleret egenkapitalopgørelse⁶⁸

ISS' reformulerede egenkapitalopgørelse viser hvorledes indkomsten, udover driften, og transaktioner med selskabets ejere påvirker den samlede egenkapital. I årene 2007-2008 er det nødvendigt at anvende totalindkomstopgørelsen for at få samme opsætning som 2009-2011 i egenkapitalopgørelserne i årsrapporten. I årene 2009-2011 opgør ISS detaljerede egenkapitalopgørelser og totalindkomstopgørelser, hvorfor reformulering er nemmere i disse år.

Egenkapitalopgørelsen viser, hvordan ISS kun i 2010 har formået at præstere en positiv totalindkomst, hvor dirty surplus overføres overgik det negative årsresultat og skabte et mindre overskud. Især valutakursreguleringer og fair value justering af finansielle instrumenter påvirker totalindkomsten, hvilket stemmer overens med at størstedelen af ISS' omsætning genereres udenfor Danmark. Fra 2008-2010 påvirker *anden totalindkomst* mellem positiv 890 mio. og negativ 1321 mio.. Totalindkomsten ved anvendelse af disse værdier, ændres derfor markant. Over perioden har ISS ikke haft markante transaktioner med selskabets ejere, hvorfor dette ikke uddybes.

Totalindkomstopposterne i ovenstående opgørelse indregnes senere i den reformulerede resultatopgørelse, således at nettoresultatet i de historiske regnskab bliver korrigeret og matcher ovenstående totalindkomst.

Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleringen er foretaget således, at posterne i resultatopgørelsen kommer i den rækkefølge der vedrører driftsfunktionen mest. Denne opdeling medvirker til en enklere regnskabsanalyse af posterne og viser, at ISS i alle år har positive afkast på driften, mens renteomkostninger og *andre omkostninger* trækker det samlede resultat i minus. Derudover er note 9 i årsregnskaberne dekomponeret i finansielle omkostninger vedrørende drift og finansiering, så valutagevinster/tab indregnes i drift, mens renteindtægt og renteswaps indgår i finansieringen.

Nedskrivninger på immaterielle aktiver fra tidligere opkøb belaster ISS' resultater over hele perioden. Nedskrivningerne er regnskabsmæssige poster, der ikke har nogen effekt på pengestrømme til selskabet. ISS' resultater i det officielle regnskab er derfor undervurderede, med hensyn til faktiske pengestrømme fra driften. Skattebetalingen er allokert på driften, hvorfor skattefordelene er knyttet til de enkelte poster, hvor de skabes. Dette giver det mest retvisende billede af skattebetalingen, og bidrager til udregningen af den effektive skattesats. *Årets resultat* i det officielle regnskab er ændret til *totalindkomst*, hvilket medfører en markant ændring af posten i alle år, på nær 2011.

⁶⁷ Elling & Sørensen (2005) side 121

⁶⁸ I bilag 4 vises de reformulerede regnskaber

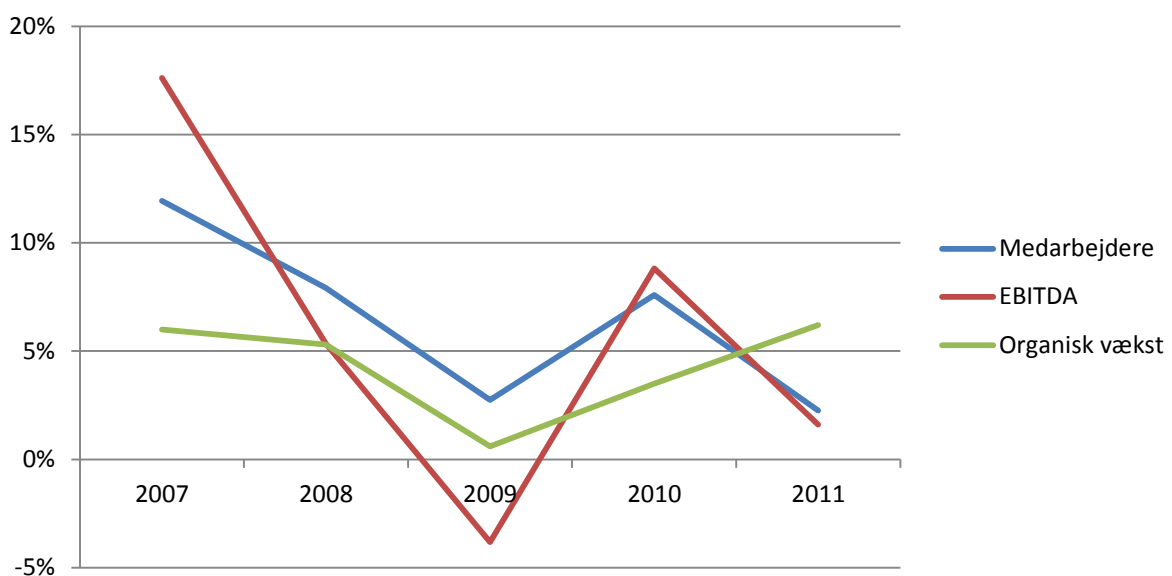
Reformuleret balance

Ud fra den reformulerede balance ses det entydigt, at ISS finansierer driften via en høj gældssætning, og har netto finansielle forpligtelser (NFF) i 2011 på ca. DKK 30,7 mia., mens der er netto driftsaktiver (NDA) for ca. 32,7 mia., ud af en total værdi af aktivsiden på 55 mia.. Dette giver en bogført egenkapital på ca. 2 mia. efter minoritetsinteresser (12 mio.) er fratrasket. Over den femårige periode har NFF været relativt konstant, mens NDA er blevet reduceret med ca. 3 mia., hvilket er trukket af egenkapitalen. Størstedelen af ISS' aktiver er immaterielle, som følge af tidligere vækststrategier med fokus på opkøb, og udgør totalt 34 mia. af ISS' aktiver, heraf 27 mia. goodwill. Ydermere viser den reformulerede balance, at det er ned- og afskrivninger af de immaterielle aktiver, der har reduceret den bogførte egenkapital med de 3 mia.. En så anseelig andel af aktivsiden der består af immaterielle aktiver bidrager til formodningen om at det ikke er kapital til investering i driftsmateriel, der er væsentlig for at operere indenfor ISS' branche.

Den anden væsentlige post på aktivsiden er *varedebitorer*, dvs. ISS' tilgodehavender hos kunder. Denne post udgør i 2011 11,9 mia. og 5 mia. af denne post anvendes som sikkerhed under ISS' 'securitisation' program. Da beløbet er ca. 3 gange større end ISS' egne forpligtelser overfor leverandører stiller det store krav til likviditetsstyringen i selskabet, og forklarer også hvorfor det er vigtigt for ISS at have adgang til kapital, da denne 'ubalance' kræver gældsfinansiering for at vedligeholde driften⁶⁹. Da tilgodehavender fra salg stiller krav til likviditetsstyringen er det valgt, at øremærke 1 % af den samlede omsætning som kontanter til drift⁷⁰. For at kende det nøjagtige beløb af nødvendig driftslikviditet, er det nødvendigt at have indsigt i ISS' interne regnskaber, hvilket ikke er tilfældet her. Posten vil typisk også fluktuere over året.

På basis af de reformulerede regnskaber og den strategiske analyse kan ISS' vækst i procent over perioden ses i figur 9:

Figur 9: Udvikling i vækst



Kilde: ISS og egenberegning

Udover i 2009 er væksten i de tre udvalgte faktorer positiv alle år. Specielt 2007 var positivt set i lyset af høj EBITDA vækst. Generelt følges væksten i medarbejdere og EBITDA over perioden, hvilket indikerer, at væk-

⁶⁹ ISS årsrapport 2011 note 36

⁷⁰ Elling & Sørensen (2005) side 125

sten i antallet af medarbejdere har stor indflydelse på væksten i indtjeningen. Når antallet af medarbejdere stiger meget, er det formentligt udtryk for en højere efterspørgsel, hvilket påvirker indtjeningen.

Trendanalyse

På baggrund af de reformulerede opgørelser foretages en analyse af udviklingen i ISS over en femårig periode, for at danne grundlaget til budgetteringen af de kommende perioder. Udviklingen gennemgås ved en trendanalyse, da denne belyser hvordan den underliggende forretning har udviklet sig over perioden⁷¹.

Basisåret sættes til 2007 og indeks 100. I tabel 3 ses udvalgte poster fra det reformulerede regnskab:

Tabel 3: Trend af resultatopgørelse					
	2011A	2010A	2009A	2008A	2007A
Omsætning	121,5	115,9	108,0	107,7	63922
Salgsomkostninger	121,9	116,9	109,0	107,9	-46612
Bruttomargin	120,2	113,1	105,0	107,1	17310
Driftsomkostninger	123,2	114,1	106,4	107,8	-12630
Af og nedskrivninger	99,5	128,1	156,4	109,7	-2074
DO fra salg før skat	122,0	96,0	57,5	101,8	2606
DO fra salg efter skat	90,1	69,1	27,8	84,0	1959
Driftsoverskud	118,1	194,1	30,9		1044
Finansielle udgifter efter skat	107,8	100,9	97,5	103,6	-1654
Totalindkomst	-549	358	-1290	-1952	-610
Kilde: ISS og egenberegning					

Tabellen viser en pæn omsætningsvækst med tilhørende vækst i *salgs-* og *driftsomkostninger*, hvilket derfor udlignes. Toplinjen er forbedret med ca. 20 % over perioden, mens bundlinjen har været svingende mellem positivt og negativt resultat, hvorfor dette ikke indekseres. De finansielle udgifter er stigende gennem perioden, hvilket påvirker totalindkomsten negativt i alle år. Det er værd at bemærke, at især 2009 var et dårligt år for ISS, da store af- og nedskrivninger havde en særdeles negativ effekt på totalindkomsten. Trendanalysen viser hvordan indtægter og udgifter følges ad i branchen, hvor de variable omkostninger udgør hovedparten af disse udgifter. I tabel 4 ses trendanalysen fra den reformulerede balance:

Tabel 4: Trend af balancen					
	2011A	2010A	2009A	2008A	2007A
Immaterielle aktiver	91,78	95,18	95,43	96,91	37150
Varedebitorer	117,37	107,73	100,16	99,83	10114
Varekreditorer	126,04	102,91	95,42	103,09	2750
Driftsaktiver	97,04	98,59	96,74	96,11	53323
NDA	92,51	96,05	94,72	95,06	35414
NFF	102,63	104,91	104,80	100,78	29896
Egenkapital	37,92	48,10	40,12	64,08	5459
Kilde: ISS og egenberegning					

⁷¹ Penman, Stephen (2010) side 314

Ud fra balanceposterne er det især egenkapitalens udvikling, der har gennemgået ændringer. Således er egenkapitalens bogførte værdi i 2011 kun 38 % af værdien i 2007. Forklaringen er de negative totalindkomster, der hovedsageligt skyldes faldet i de immaterielle aktivers værdi. Derudover bemærkes det, at ISS på trods af den faldende balanceværdi formår at præstere omsætningsvækst over perioden. ISS skaber derfor over perioden højere omsætning på den investerede kapital, hvilket dog ikke udmønter sig i højere afkast. Som tidligere nævnt har ISS en høj mængde tilgodehavender fra kunder, hvilket over perioden ikke er blevet mindre. Dette kan være en indikation af, at ISS vækster gennem fordelagtige kreditvilkår for selskabets kunder. Som effekt af dette påvirkes ISS' ejeres frie cash flow negativt, da øgede aktiver trækkes fra driftsoverskuddet ved beregning af det frie cash flow, FCF.

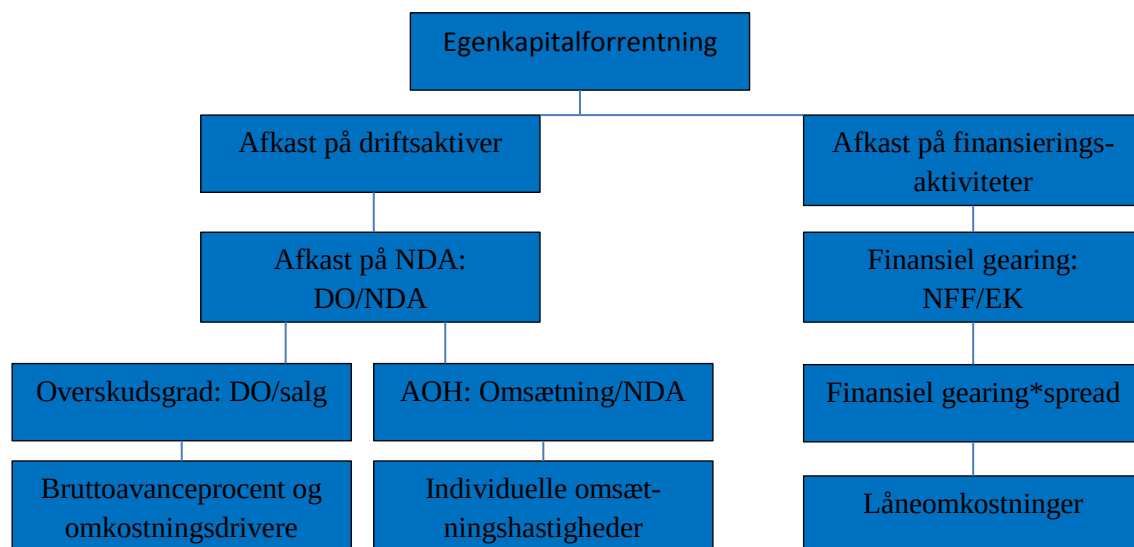
Profitabilitetsanalyse

Analysen af selskabets profitabilitet, ROCE, over perioden udføres via gennemgang af ISS på tre niveauer:

- Analyse af finansiell leverage
- Analyse af drivere af driftsindtjening
- Analyse af profitmargin og omsætningsdrivere

Denne proces skaber et billede af hvor ISS skaber værdi, og giver mulighed for at spå om hvordan fremtiden for selskabet kan tage sig ud. Ydermere giver det indblik i selskabets underliggende forretning, og hvorfor selskabets regnskaber ser ud, som de gør. Analysen kendes som Dupont-pyramiden⁷² eller den udvidede DuPont model. Ejernes afkast udtrykkes ved ROCE i niveau 1, som er afgjort af hvorledes selskabet forrenter sin investerede kapital, ROIC. Denne kan forbedres gennem faktorerne i niveau 2, overskudsgraden, OG, og aktivernes omsætningshastighed, AOH, der på samme måde forbedres gennem niveau 3, overskudsgraden fra salg og andre aktiviteter.

Figur 10: Udvidet DuPont model



Kilde: Elling & Sørensen (2005)

⁷² Elling & Sørensen (2005) side 172

Niveau 1: Finansiell og driftsmæssig gearing

ISS' driftsaktiver er finansieret gennem et højt gældsniveau og lav egenkapital, hvilket er ensbetydende med en høj finansiell gearing, FGEAR⁷³. Den finansielle gearing måler forholdet mellem finansieringskilderne og påvirkning på ROCE gennem ligning 1:

$$ROCE = ROIC + \left[\frac{NFF}{EK+MIN} \times (SPREAD) \right] \times MIA \quad (1)$$

Hvor SPREAD er forskellen mellem ROIC og r, den effektive rente på gæld. Er SPREAD positivt har ISS positiv gearing, da ROCE påvirkes positivt, mens det modsatte er tilfældet, når SPREAD er negativt.

Tabel 5: Nøgletal				
	2011A	2010A	2009A	2008A
Gns over året NOA	33389	33779	33604	34538
ROIC	3,70%	6,00%	0,96%	-0,69%
GNS over året NFA	-31023	-31348	-30731	-30013
r	5,7%	5,3%	5,2%	5,7%
SPREAD (ROIC-r)	-2,1%	0,7%	-4,3%	-6,4%
Gns over året EK	2367	2432	2873	4526
FGEAR	13,11	12,89	10,70	6,63
EK MIA ⁷⁴	0,99	0,99	0,99	0,99
TI MIA ⁷⁵	1,01	0,95	1,01	1,01
MIA	1,02	0,96	1,02	1,02
ROCE	-23,7%	14,1%	-46,0%	-43,8%
Kilde: ISS og egenberegning				

Tabellen viser, hvorledes de forskellige faktorer har påvirket ROCE, hvilket indebærer lavt afkast på investeret kapital pga. den hårde konkurrence, negativt SPREAD, samt en stigende finansiell gearing. Dette bidrager til en meget negativ ROCE i alle år på nær 2010, hvor ROIC var højest og SPREAD positivt. Det bemærkes, at den højere ROIC i 2010 ikke var grundet lavere NOA, men i stedet en højere driftsindtægt blandt andet påvirket positivt af gunstige valutakurser.

De finansielle omkostninger ligger på et relativt fast niveau mellem 5,2-5,7 % over perioden, mens afkastet på den investerede kapital varierer mellem -0,69-+6,0 %. I 2008-2009 er ROIC særdeles negativt påvirket af valutakursomregning og regulering, hvilket bidrager til den meget høje negative egenkapitalforrentning. Problemet med den negative forrentning skyldes derfor høje finansielle forpligtelser, som afkastet på den investerede kapital ikke kan opveje, og dermed giver et negativt SPREAD (ROIC-r) i flere år. De finansielle omkostninger steg i 2011, hvilket kan henføres til de højere renteomkostninger på de udskudte finansielle forpligtelser, der blev omtalt i den strategiske analyse.

⁷³ I ligningen indgår FGEAR som $NFF/(EK+MIN)$ pga. minoritetsinteresser.

⁷⁴ $EK MIA = EK/(EK+MIN)$

⁷⁵ $TI MIA = Totalindkomst/(totalindkomst+MINRES)$

Niveau 2: Drivere af overskudsgrad

Niveau 1 omhandlede analysen af ROCE på baggrund af ROIC. Niveau 2 omhandler ROICs påvirkning fra overskudsgrad, OG, og aktivernes omsætningshastighed, AOH, hvor disse to parametre indgår i stedet for ROIC i ligning 2, så den antager følgende form:

$$ROCE = (OG \times AOH) + \left[\frac{NFF}{EK+MIN} \times (SPREAD) \right] \times MIA, (2)$$

Hvor OG er bestemt som $OG = \frac{DOES}{Oms}$, og AOH som $AOH = \frac{Oms}{NOA}$.

Tabel 6: OG Drivere				
	2011A	2010A	2009A	2008A
OG	1,6%	2,7%	0,5%	-0,3%
AOH	2,33	2,19	2,05	1,99
ROIC	3,70%	6,00%	0,96%	-0,69%
1/AOH	0,43	0,46	0,49	0,50
Kilde: ISS og egenberegning				

Tabellens værdier stemmer overens med den tidligere udregnede ROIC, og viser desuden en lav overskudsgrad samt en stigende omsætningshastighed af aktiverne. OG har udviklet sig positivt siden 2008, hvor den var negativ, hovedsageligt grundet højere bruttomargin og lavere af- og nedskrivninger i 2010-2011. I 2011 er OG dog negativt påvirket af engangsudgifter i forbindelse med børsnotering.

Som nævnt i analysen af niveau 1, er ISS' NOA ikke nedbragt væsentligt, hvorfor AOH stiger på baggrund af en øget omsætning. Den inverse af AOH viser, hvor meget ISS investerer på at generere en kroners omsætning. Jævnfør den strategiske analyse er disse tal ikke overraskende, da de identificerede branchekarakteristika presser marginerne, mens aktiverne, der kræves for at operere i branchen, ikke er kapitalintensive og virksomhederne dermed kan have høje omsætningshastigheder. En af grundene til den forholdsvis lave AOH for ISS, er den høje goodwill-sum på balancen, mens det også er en høj driftsleverage (lave driftsforpligtelser i forhold til aktiver), der påvirker dette. Sammenlignet med peer-gruppen er ISS' AOH faktisk høj⁷⁶, hvilket indikerer, at dette nøgletal er forskelligt alt afhængigt af om der ses på et multinationalt selskab og en mindre lokal virksomhed, netop grundet den høje andel af immaterielle aktiver.

I forhold til den ændrede strategi, hvor der fokuseres på organisk vækst, vil det formentligt være omsætningsvæksten, der vil være den største bidragsyder til øget AOH fremover. Om denne kan øges tilstrækkeligt, uden en negativ påvirkning af OG og kreditvilkår for kunder vil være ISS' største udfordring på dette felt.

Niveau 3: Analyse af profitmargin og omsætningsdrivere

Overskudsgraden ovenfor består af to forskellige komponenter, overskud fra salg og andre poster. Da den senere har begrænsede analytiske egenskaber splittes OG i OG_{salg} og OG_{andet} , så OG på salg fremgår uden forstyrrende poster⁷⁷. I tabel 7 ses udviklingen i udvalgte poster fra de reformulerede opgørelser:

⁷⁶ Thomson Reuters Eikon

⁷⁷ Elling & Sørensen (2005) side 191

Tabel 7: OG drivere i % af omkostninger

	2011A	2010A	2009A	2008A	2007A
Omsætning	77644	74073	69004	68829	63922
Personaleomkostninger	64,5%	65,0%	64,9%	64,2%	64,1%
Salgsomkostninger	8,7%	8,6%	8,8%	8,9%	8,8%
Andre driftsomkostninger	20,0%	19,5%	19,5%	19,8%	19,8%
Af og nedskrivning	2,7%	3,6%	4,7%	3,3%	3,2%
Effektiv skatteprocent, salg	39,3%	42,8%	51,0%	30,9%	15,1%
OG salg	2,3%	1,8%	0,8%	2,4%	3,1%
OG andet	-0,7%	0,9%	-0,3%	-2,7%	-1,4%

Kilde: ISS og egenberegning

Ud fra tabellen kan det konkluderes, at ISS' omkostninger bevæger sig med omsætningen, da andelen er forholdsvist konstante. Dermed har ISS signifikante variable omkostninger, der bevirker, at selskabets enkelte forretningsenheder nemt kan tilpasse udbuddet til efterspørgslen, hvilket også blev fremhævet i strategiafsnittet. Omkostningen der varierer mest er den regnskabsmæssige værdi af af- og nedskrivninger. I årene hvor denne post er lav, er OG fra salg derfor højere, og omvendt.

Fokus på IFS ydelser, og den forventede arbejdskrafteffektivisering kan ikke ses i ovenstående tabel, hvilket kan skyldes opstartsomkostninger forbundet med disse kontrakter. Endvidere ses det, at der er sket en markant ændring i den effektive skattesats på salgsindtjeningen. Det kan henføres til ændringen i selskabs-skattelovens paragraf 11B+C om tyndt kapitaliserede virksomheder, der blev vedtaget i 2008⁷⁸, og som ISS er underlagt. Det bemærkes desuden at ISS i alle år formår at skabe en positiv overskudsgrad fra salget, der dog er lavt i 2009 pga. høje nedskrivninger, mens det i fire ud af fem år påvirkes negativt af overskudsgraden fra 'andet'. Igen er det valutakursudsving og omregning som ISS er særligt følsom overfor, mens der i 2011 også var høje finansielle engangsomkostninger i forbindelse med den fejlslagne børsnotering i marts samme år.

Omsætningsdrivere

Omsætningsdriverne kan opgøres i netto arbejdsdriftskapital og langsigtede netto driftsaktiver. Disse udgør sammenlagt 1/AOH, der blev fundet i niveau 2, og ses i tabellen herunder:

Tabel 8: Omsætningsdrivere

	2011A	2010A	2009A	2008A	2007A
LNDA ⁷⁹	0,332	0,360	0,391	0,409	
NADK ⁸⁰	0,098	0,096	0,096	0,093	
1/AOH	0,43	0,46	0,49	0,50	
Omsætning/Tilgodehavender	9,24	9,18	9,19	9,48	8,68
DSO	39,51	39,75	39,70	38,51	42,05

Kilde: ISS og egenberegning

⁷⁸ Tax.dk: Fradragsbeskæring efter EBIT-model (2009)

⁷⁹ Langsigtede nettodriftsaktiver består af: Immaterielle aktiver, PPE, Investeringer i andre virksomheder, VP held for sale, andre lange forpligtelser, andre hensatte forpligtelser og forpligtelser held for sale

⁸⁰ Netto arbejdsdriftskapital består af: Udskudt skatteaktiver, skat til gode, andre finansielle aktiver, varelager, varedebitorer, kontrakter under udførelse, forudbetalinger, kontanter til drift, pensioner, udskudt skat, hensatte forpligtelser, varekreditorer

Komponenterne af AOH er illustreret i tabel 8. Her ses en nedgang i LNDA relativt til omsætningen, der skyldes stigende omsætning og nedskrivninger på immaterielle aktiver. Da det generelt er i de langsigtede aktiver, at selskabers fremtidige værdi forventes at genereres fra⁸¹, kan det fortolkes negativt, at denne post er faldende. Nedskrivningerne skal ikke ses som et fald i investeringen, da investeringen allerede er foretaget, og nedskrivninger på immaterielle aktiver derfor udelukkende er regnskabsmæssige.

Netto arbejdsdriftskapital udtrykker pengebindingen i de aktiver, der genererer omsætning i ISS, og jo lavere andel af aktiver her jo bedre, da disse aktiver skal finansieres løbende. Forholdet mellem NADK og omsætning er stabilt gennem perioden, hvilket er forventeligt, da arbejdskapitalen normalt antages at vokse med omsætningen⁸².

Yderligere kan det udledes gennem forholdet mellem omsætning og netto tilgodehavender⁸³, at ISS' største pengebindingspost er tilgodehavender. Ejere foretrækker omsætning og overskud frem for aktiver på balancen, hvorfor dette er en post, hvor ISS kan forbedre sit afkast. Dette er formentligt lettere skrevet end gjort, da gode kreditvilkår er en måde at tiltrække kunder på, hvorfor der her er et *trade-off* mellem lavere pengebinding i aktiver og lavere forventet omsætning.

Days Sales Outstanding (DSO) er et mål for hvor mange dage, det gennemsnitligt tager fra ISS har leveret en ydelse, før der falder betaling, og er afledt af førnævnte tilgodehavende-forhold. Forholdet viser, hvorledes ISS over perioden er blevet bedre til at indkassere penge for deres leverede ydelser. Ligesom ved Omsætning/Tilgodehavender vil ejere foretrække en lav DSO, da dette forhold udtrykker, hvor længe det tager at omdanne salg til pengestrømme, og dermed også pengebinding⁸⁴. De høje tilgodehavender skaber, som tidligere nævnt, høje krav til selskabets likviditetsstyring i den daglige drift, da selskabet har forpligtelser, der løbende skal betales.

Udviklingen i selskabets LDNA viser, at ISS formår at generere mere omsætning på hver brugt krone, via den lavere 1/AOH. Baggrunden er øget omsætning og af- og nedskrivninger på immaterielle aktiver, hvorfor den øgede AOH ikke er overraskende. I fremtiden forventes denne driver derfor at være faldende, som følge af stigende omsætning. En konsekvens af dette er, at så længe OG holdes konstant, vil ROIC vokse med omsætningen.

Opsamling på regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen af ISS viser, at selskabet ud af de seneste fem års regnskaber har haft negativ egenkapitalforrentning i fire år. Dette skyldes et lavt afkast på investeret kapital, mens selskabets høje gældsgrad medvirker til et negativt spread gennem høje finansielle omkostninger.

I niveau 2 identificeredes det lave afkast på ROIC, som skyldes en lav overskudsgrad, der dog var bedre i 2010-2011 end tidligere. Ses der bort fra engangsudgifter til børsnoteringen i 2011, viser analysen dermed en positiv tendens i ISS' overskudsgrad og aktivers omsætnings hastighed. Som et selskab der tilbyder tjenesteydelser, burde ISS' AOH være markant højere end det er tilfældet, da den investerede kapital der kræves i denne sektor er lavt, sammenlignet med andre brancher. Den lave AOH skyldes de mange virk-

⁸¹ Ehrhardt & Brigham side 552

⁸² Penman, Stephen (2010) side 374

⁸³ Netto tilgodehavender = Varedebitorer - varekreditorer

⁸⁴ Penman, Stephen (2010) side 375

somhedsopkøb ISS tidligere har foretaget, og belaster nøgletallene for balancen, mens den forbedrede OG kan skyldes en forbedret integrering af tidligere købte virksomheder, om end denne stadig er lav.

I den opbrudte analyse af OG blev det fastslået, at OG er særdeles følsom for andre poster. Især valutaposterne har stor indvirkning på det endelige resultat, mens OG fra salget har været positivt i alle år, dog med lavt OG i 2009. Dette skal formentlig ses i lyset af en finanskrisen, der især påvirkede ISS' hovedmarkeder i Sydeuropa og Storbritannien og har medført nedskrivninger på disse markeder.

Da ISS er et cyklisk selskab har det været påvirket af den lavere efterspørgsel grundet finanskrisen, hvilket har været tydeligt i 2008-2009. Resultaterne på salg er dog forbedret siden, da både omsætning og OG_{salg} bevæger sig i den rigtige retning. I forhold til ROIC og AOH har ISS betalt prisen for deres aggressive opkøb gennem perioden 2005-2008, da goodwill har bevirket en høj NDA, mens selskabets driftsforpligtelser er relativt små. ROIC og AOH forventes at udvikle sig positivt i fremtiden grundet færre opkøb, fortsatte ned- og afskrivninger samt højere omsætning. Det er især vigtigt for ISS, at ROIC bliver hævet, da de finansielle omkostninger ligger på et forholdsvis højt niveau og bevirker selskabets negative SPREAD.

Kommentar på ISS' indtjening

De reformulerede regnskaber er metodisk foretaget på baggrund af Elling & Sørensen (2005) og Penman (2010). Ved anvendelsen af metoderne herfra opnås et overblik over regnskabet og værdiskabelsen kan identificeres. Værdien er baseret på det officielle årsregnskab, hvilket viser den regnskabsmæssige værdi, hvori flere poster indgår, herunder nedskrivninger, der påvirker indtjeningen negativt. Nedskrivningerne knyttes til immaterielle aktiver, hvor investeringen i disse allerede har fundet sted, og der derfor ikke er nogen pengestrømme knyttet til nedskrivningerne.

Reformuleringen af ISS' regnskaber har givet overblik over, hvorledes den finansielle performance har været de seneste fem år. I proforma regnskaberne antages overskudsnormalisering, hvilket medfører at usædvanlige poster frasorteres, så kun de tilbagevendende poster påvirker ISS' afkast. I bilag 5 ses en reformuleret resultatopgørelse, hvor kun kerneposterne indgår. Resultaterne er mærkbart ændrede sammenlignet med den reformulerede resultatopgørelse, da ISS' driftsoverskud renses for usædvanlige poster er bedre.

Budgettering

På baggrund af den strategiske analyse, de reformulerede regnskaber samt regnskabsanalysen foretages budgettering af ISS' fremtidige regnskaber. Budgetteringen vil dermed tage udgangspunkt i selskabets historiske performance, nutidige egenskaber samt markedsbetingelser og forventninger til fremtiden.

Proforma regnskaberne tager udgangspunkt i de finansielle værdidrivere; vækstraten for salget, overskudsgraden fra drift samt AOH. Ud fra disse findes herefter nettoomsætningen i budgetperioden, driftsoverskuddet fra salg samt nettodriftsaktiverne, hvorefter det frie cash-flow, FCF, kan udledes. Ligeledes kan ROIC i budgetperioden udledes. Følgende gennemgang viser opstillede forudsætninger samt antagelser for de anvendte finansielle drivere. Budgetopstillingen, baseret på nøgletallenes udvikling⁸⁵, er valgt af to årsager, dels medfører det automatisk *sanity check* og forenkler budgetopstillingen, mens det ikke stiller lige så høje krav til information om fx prisudviklingen for ISS' ydelser, der ikke er tilgængelige for de forskellige forretningsområder.

Budgetteringsperioden er en afgørende faktor for værdiansættelsen af et selskab. Generelt sker der i forbindelse med udvælgelsen af perioden et *trade-off* mellem korte, men relativt sikre nøgletal, og lange, men usikre, årrækker. I teorien burde budgetteringen foretages i den periode et selskab forventes at eksistere, men grundet usikkerheden, der stiger jo længere ud i fremtiden man bevæger sig, er dette ikke muligt. I stedet sættes budgetperioden til den årrække indenfor hvilken selskabet forventes at gå i *steady state*⁸⁶. Definitionen på *steady state* i værdiansættelsen er:

- Væksten i salget har en konstant langsigtet vækstrate
- Overskudsgraden er konstant - medvirker et konstant forhold mellem omkostning og salg
- AOH er konstant - dermed har NDA samme vækstrate som salget
- FGEAR er konstant – sammen med de øvrige punkter vokser NFF med samme vækstrate som salg

Denne udvikling kan være vanskelig at genkende i praksis, hvorfor det bemærkes, at det er forventninger til en relativ konstant udvikling i de underliggende drivere i terminalperioden⁸⁷, der søges. Er de fire forudsætninger opfyldt vil det betyde, at alle poster i proforma opgørelserne vokser med samme rate som salget, mens 'd'⁸⁸ og FCF vil vokse med en konstant rate.

Ud fra den hidtidige information der er opnået om ISS, sættes budgetperioden til fem år. Denne periode er valgt ud fra flere faktorer heriblandt:

- Fokus fra ledelsen flyttet sig fra opkøb til organisk vækst
- Hovedmarkeder er modnede, mens væksten primært kommer fra BRIK + Amerika/Asien
- Overnormale vækstrater ventes at falde på vækstmarkeder og nå et mere normalt niveau grundet øget konkurrence

⁸⁵ Den samlede balance budgetteres, da budgetteringen både foregår med og uden immaterielle aktiver grundet den-
ne posts indflydelse på det frie cash-flow

⁸⁶ Elling & Sørensen (2005) side 234

⁸⁷ Terminalperioden defineres som perioden efter budgetteringen, hvor de efterfølgende cash flows tilbagediskonteres til år 0.

⁸⁸ $d = \text{Totalindkomst} - \Delta EK$

Ændringer fra regnskabsanalysen til budgetteringen

Ved reformuleringen af ISS' regnskaber er der taget udgangspunkt i selskabets årsregnskaber, og herefter justeret for at identificere hvor værdiskabelsen finder sted. Indtjeningen er i de reformulerede regnskaber påvirket af engangsindtægter og omkostninger samt nedskrivninger på immaterielle aktiver, der er en regnskabsmæssig nedskrivning, og dermed ikke afspejler årets indtjening. I proforma regnskaberne budgetteres udelukkende såkaldte kerne-poster i regnskaberne, efter samme metode som i bilag 5.

Budgettering af drivere

Salgsvæksten

Udarbejdelsen af salgsvæksten er typisk den mest krævende del af budgetteringen. Et selskab består ofte af mange forskellige forretningsenheder, hvorfor en god budgettering af salgsvæksten kræver et indgående kendskab til de enkelte enheder. Når et selskab over tid modnes, ses en 'normalisering' af væksten i salget grundet mætning af marked og tiltagende konkurrence⁸⁹.

For at overskueliggøre den budgetterede vækstrate, opdeles ISS' forretning geografisk og i forretningsdele. Dette gøres for at identificere udviklingen på de enkelte regionale markeder og i forretningsdelene. Den anvendte vækstrate udvælges som den organiske, det vil sige uden køb og salg af virksomheder eller ændringer i valutakurser. Dette skyldes strategiændringen mod færre opkøb, og fokus på integrering af tidligere købte virksomheder. Fokus på organisk vækst minimerer også risici i forbindelse med udviklingen i fremtiden, både for investerings- og finansieringsaktiviteten.

ISS skaber størstedelen af selskabets omsætning i Vesteuropa og Norden (74 % i 2011). Af denne grund er salgsvæksten meget påvirkelig af ændringer i disse regioner, hvilket for ISS er negativt, da disse regioner ikke bidrager med lige så meget vækst som i selskabets andre geografiske forretningsområder jf. tabel 9:

Tabel 9: Organisk vækst				
	2011A	Organisk vækst	2010A	Organisk vækst
Vesteuropa	39321	4%	39101	1%
Norden	18085	4%	17301	4%
Asien	6090	12%	5401	13%
Stillehavsområdet	5525	3%	5018	8%
Latinamerika	3648	21%	3070	29%
Nordamerika	3369	35%	2625	-1%
Østeuropa	1641	2%	1602	0%
Andre lande	30	58%	20	
Total	77709	6,2%	74118	3,5%
Kilde: ISS				

Tabellen viser, at det generelt er i de regioner, hvor ISS har mindst omsætning, at væksten er højest. Noget overraskende er det i Nordamerika, ISS genererer størst vækst i 2011. Dette skyldes først og fremmest store IFS kontrakter, der hver i sær bidrager meget til den relativt lille omsætning⁹⁰. Som nævnt under 'mulig-

⁸⁹ Elling & Sørensen (2005) side 227

⁹⁰ Pr. 1/1-2012 har ISS fuldt udbyggede forretningsenheder i følgende stater: New Jersey, Texas, Californien, Missouri, Florida, Arizona, Minnesota

heder' i SWOT analysen, må mulighederne ved IFS i USA bestemt ikke undervurderes. De næststørste vækstregioner i 2011 er Latinamerika, hvor især Brasilien og Mexico bidrager, mens Asien også leverer pæne organiske vækstrater, hvor Indien og Kina hver leverer 31 % organisk vækst. I Østeuropa er væksten lavest som følge af svære markedsforhold i flere lande, mens Rusland leverer organisk vækst på 60 %, dog på en meget lav omsætning af det samlede resultat.

Samlet har ISS præsteret en pæn organisk vækst på 6,2 % i 2011, hvilket er positivt, hvis denne tendens kan fortsætte. Som tidligere nævnt er ISS et cyklisk selskab, hvilket betyder, at når økonomien vokser, vil ISS' omsætning, alt andet lige, også vokse. Derfor er en indikator for ISS' fremtidige vækst, den forventede vækst i BNP for de regioner/lande ISS opererer i. I bilag 6 ses en oversigt over vækstrater for de forskellige regioner. Bilaget viser, at ISS i 2010-2011 har genereret større vækst end tilsvarende BNP vækst i de forskellige regioner, hvilket kan skyldes vundne markedsandele og flere IFS kontrakter. Denne tendens forventes at fortsætte i budgetperioden, om end i lavere grad.

Enkelte forretningsområder er beskrevet i den strategiske analyse, hvorfor der ikke vil uddybes yderligere i dette afsnit. Tabel 10 nedenfor viser udviklingen i de enkelte forretningsdele:

Tabel 10: Ændring i forretningsdele						
Ydelse	2011A	2010A	2009A	2008A	2007A	PP ændring
Rengøring	51%	52%	52%	53%	54%	-3%
Ejendomsservice	19%	20%	21%	23%	24%	-5%
Catering	10%	9%	9%	8%	7%	3%
Supportservice	8%	8%	7%	6%	6%	2%
Sikkerhed	7%	7%	7%	6%	5%	2%
Facility Management	5%	4%	4%	4%	4%	1%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	0%
Kilde: ISS						

Som beskrevet i den strategiske analyse udgør rengøring og ejendomsservice en stadig mindre del af den samlede omsætning for ISS, mens andelen af catering, support og sikkerhedsydelser vokser. Ændringerne skyldes blandt andet strategisk fokus på opkøb i disse forretningsområder, og at det øgede IFS-salg påvirker de mindre forretningsdele positivt i det samlede billede. Nedenstående tabel 11 viser udviklingen i leveringstype:

Tabel 11: Ændring i leveringstype						
	2011A	2010A	2009A	2008A	2007A	PP ændring
Enkeltydelse	40%	42%	44%	45%	47%	-7%
Key account	21%	22%	2%	23%	22%	-1%
Multiydelser	18%	17%	16%	16%	16%	2%
IFS	21%	19%	18%	16%	15%	6%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	0
Kilde: ISS						

Tabellen viser, hvordan leveringen har ændret sig over perioden, hvor enkeltservices udgør en stadig mindre andel, og multiydelser og IFS en større.

Information omkring markedsudvikling i efterspørgslen i de enkelte segmenter er vanskelig at fremskaffe, hvorfor forecasting af disse er problematisk. Den information ISS selv offentliggør indikerer en forventet vækst i sikkerhedsydelser og facility management, mens rengøring formentlig vil udgøre en mindre andel af den totale omsætning. Det er vigtigt at bemærke, at der forventes omsætningsvækst i de forskellige forretningsdele, men nogle dele forventes at vokse mere end andre, hvilket medfører de ændrede andele.

Måden ISS leverer ydelserne på er også vigtig for den fremtidige udvikling idet der forventes for overskudsgrad fra levering af multiydelser og IFS end på enkelttydelser, hvor priskonkurrencen er hårdere. Her forventes en højere grad af ydelser leveret via multiydelser og IFS, da ISS kan tiltrække nye lokale og internationale kunder ved hjælp af en differentieret ydelsesportefølje, og samtidig tilbyde eksisterende kunder nye ydelser. Kontrakterne er typisk også længevarende, hvilket gør omsætningen mindre følsom overfor ændringer i efterspørgsel, til forskel fra enkelttydelser.

Ud fra informationerne omkring ISS' vækstforudsætninger er følgende proforma budget udarbejdet. Tallet for de tidligere år er ikke organisk vækst, hvorfor disse ikke er helt sammenlignelige, i både 2010 og 2011 har opkøb dog været begrænsede, hvorfor dette ikke anses som værende determinerende for gyldigheden⁹¹. I bilag 6 ses de implicitte forventede regionale vækstrater fra denne omsætning og redegørelser for samme, samt forventet inflation i regionerne.

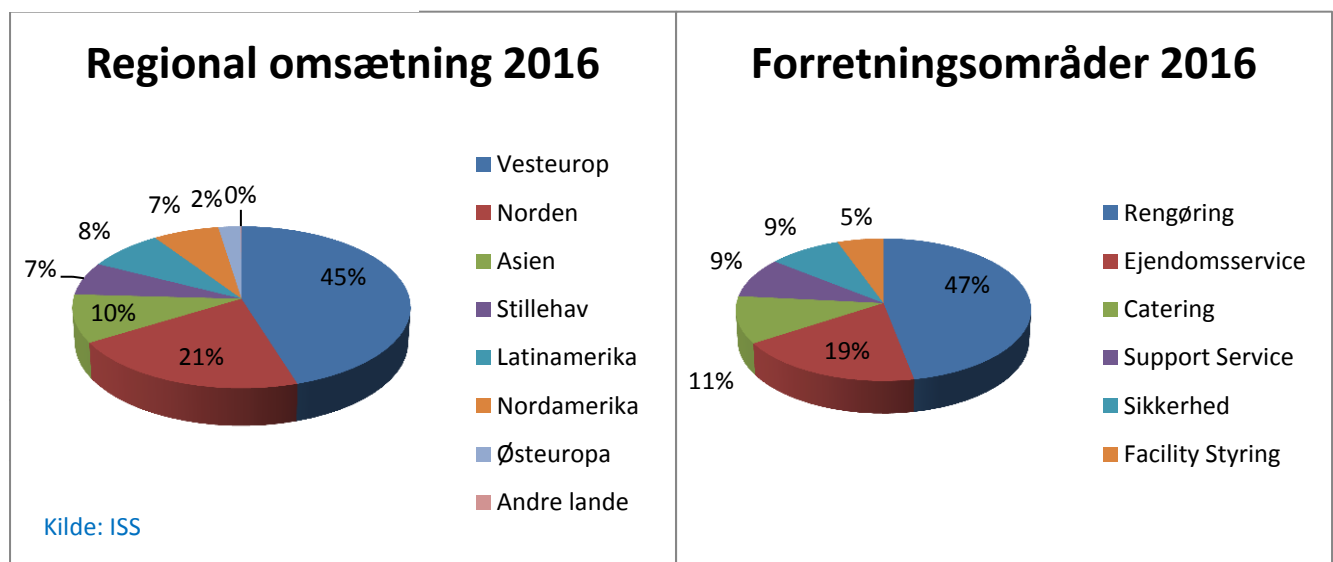
Tabel 12: Budgetteret omsætningsudvikling

Total omsætning	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Rengøring	38518	39470	40851	42281	43655	45074	46426
Ejendomsservice	14815	15003	15753	16620	17451	18149	18693
Catering	6667	7710	8327	8993	9622	10200	10608
Support Service	5926	6162	6778	7388	7979	8578	9007
Sikkerhed	5185	5767	6344	7042	7746	8288	8661
Facility Styring	2963	3532	3956	4391	4830	5216	5477
Omsætning i alt	74073	77644	82009	86714	91283	95505	98872

Kilde: ISS

Da der måles organisk vækst er eventuelle køb eller salg af virksomheder ikke medregnet i disse tal. ISS' ledelse identificerer selv flere virksomheder, som forventes solgt i løbet af de kommende år, men oplysninger omkring omsætning på disse enheder er ikke tilgængelige. Proforma regnskabernes effekt på ISS' forretning ser således ud:

Figur 11: Fremtidig omsætning



Forecast af AOH og NDA

For at beregne nettodriftsaktiver i budgetperioden er den inverse AOH fundet for dels arbejdskapitalen og dels for anlægskapitalen. Historisk vokser AOH mere end omsætningen⁹² i ISS grundet af- og nedskrivninger på opkøb foretaget mellem 2005-2008, mens driftsforpligtelserne ikke er steget markant gennem de senere år. Det antages ikke, at ISS opererer under kapacitetsbegrænsninger, da selskabet problemfrit kan ansætte nye folk til at imødekomme en stigende efterspørgsel.

I tabel 8 i regnskabsanalysen ses udviklingen i AOH år 2008-2011. Udviklingen i AOH forventes som tidligere nævnt at fortsætte, det vil sige stigende AOH i de kommende år. Ud fra budgetteringen i bilag 6 er følgende værdier for AOH og NDA fremkommet:

Tabel 13: Omsætningsdrivere						
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Omsætning	77644	82009	86714	91283	95505	98872
LNDA	0,33	0,30	0,28	0,26	0,25	0,24
NADK	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
1/AOH	0,43	0,40	0,38	0,36	0,35	0,33
AOH	2,33	2,50	2,64	2,77	2,89	2,99
Budgetteret gns NDA	33389	32803	32882	32957	33029	33111

Kilde: ISS og egenberegning

Den relativt høje stigning i AOH sker via en høj vækst i omsætning som i tidligere år, og ikke grundet markante nedbringelser af NDA. Netto driftsaktiver fremkommet på baggrund af ligning 3:

$$NDA_t = Salg_{t+1} \times 1/AOH_t, (3)$$

Pengebindingen i netto arbejdsdriftskapital er, som forventet, konstant gennem perioden, da den er budgetteret til at stige med omsætningen.

Da ISS har en stor mængde immaterielle aktiver på balancen, gør det budgetteringen en smule problematisk i forhold til gængse budgetteringer. I *steady state* skal ændringen i NDA følge ændringen i omsætning, grundet den konstante AOH (langsigtet). Det problematiske består i nedskrivninger på goodwill fra ISS' overtagelse i 2005 og virksomhedsopkøb siden. Immaterielle aktiver vokser kun, når ISS opkøber virksomheder/kontrakter, da internt oparbejdede immaterielle aktiver ikke kan aktiveres på balancen og dermed vokse organisk, som salgsvæksten er budgetteret til. I bilag 7 ses ISS' nettodriftsaktiver fratrasket immaterielle aktiver. Fratrasket immaterielle aktiver, kan NDA vokse med omsætningen, hvilket er en forudsætning for værdiansættelsen. I henhold til empirien sættes de budgetterede nedskrivninger af de immaterielle aktiver lig nul⁹³. Dermed forbliver FCF uændret med og uden indregnede immaterielle aktiver.

Udover de immaterielle er de væsentligste aktiver *bygninger og maskiner* som forventes at vokse over perioden, grundet en øget omsætning, og dermed behov for yderligere udstyr og opbevaringsplads, *varedebitorer*, hvor der forventes en fortsat tendens med en vækst lige under væksten i omsætning over perioden, og til sidst *kontanter til drift*, der ligesom *varedebitorer* forventes at vokse med omsætningen.

⁹² 2008-2011 gns. vækst i AOH = 5,2 %, gns. Vækst i Oms = 4,1 %

⁹³ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 204

På passividen forventes *andre forpligtelser* og *varekreditorer* at vokse lige under omsætningsvæksten, mens *pensioner ol.* forventes at vokse omkring de historiske rater mellem 2,5 og 3 % grundet den øgede medarbejderstab, der skal generere den øgede omsætning.

Budgettering af Driftsoverskud

En væsentlig faktor i budgetteringen er hvordan ISS skaber overskud på omsætningen, og dermed overskudsgraden. Dette gøres ud fra følgende ligning (før skat beløb):

$$DO_t = Salg_t \times coreOG_t, (4)$$

Ud fra tabel (OG drivere) ses en meget stabil omkostningsandel af omsætningen. Som tidligere nævnt er antagelsen, at væksten i omsætning medfører en nærmest identisk vækst i omkostningerne, hvilket ses i nedenstående tabel, hvor overskudsgraden er relativt konstant.

Den gennemsnitlige OG_{salg} 2007-2011 er 5,36 %, og budgetteret OG_{salg} forventes at være på niveau med 2011, med en lille forbedring. ISS vil forsøge at vinde flere ISS kontrakter, men opstartsomkostninger på IFS vil fortsat påvirke driftsomkostningerne. Da der formodes en øvre grænse for den mulige overskudsgrad, antages denne at være omkring de 5,40 %. Baggrunden for dette er en høj konkurrencegrad på flere af ISS' ydelser, der gør vedvarende højere OG særdeles vanskelig. Tallene giver følgende driftsoverskud fra salg:

Tabel 14: Driftsoverskud								
	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Omsætning	69004	74073	77644	82009	86714	91283	95505	98872
Samlede driftsomkostninger	94,91%	94,51%	94,65%	94,65%	94,60%	94,60%	94,60%	94,60%
Core OG salg før skat	5,09%	5,49%	5,35%	5,35%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
Core DO før skat	3513	4066	4157	4387	4683	4929	5157	5339
Kilde: ISS og egenberegning								

Hernæst skal den effektive skatteprocent fra driftsoverskuddet beregnes via ligning 5:

$$Eff \text{ skatteprocent} = \frac{\text{skat på driftsoverskud}}{\text{driftsoverskud før skat}}, (5)$$

Udgangspunktet for den effektive skatteprocent er selskabsskatteprocenten på 25 % i Danmark. ISS har dog i de seneste år haft en effektiv skatteprocent, der ligger væsentligt over 25 %, som følge af begrænset fradrag af finansielle udgifter samt dobbeltbeskatning i flere EU-lande. Grundet antagelsen om at ISS anvender provenuet fra et salg til at nedbringe gæld, forventes den negative påvirkning af begrænset rentefradrag at ophøre, og således sættes den effektive skat for ISS til den normale selskabsskatteprocent på 25 %⁹⁴.

Da der udelukkende budgetteres tilbagevendende poster i regnskaberne, medtages der kun én post i andet driftsindtægt/omkostning, hvilket er *andre driftsomkostninger*. Posten udgør gennemsnitligt -250 mio. over de seneste fem år, er -216 mio. i 2011, og forventes at følge væksten i omsætningen. I år 2012 tillægges der omkostninger, som følge af den antagne virksomhedstransaktion (111 mio. i 2011). *Anden totalindkomst* sættes til 0, da denne post kan være såvel positiv som negativ, hvis udviklingen fra tidligere fortsætter.

⁹⁴ Beregning af forventet skat på indtjening hos ISS er en omfattende opgave, hvorfor der af pragmatiske årsager er anvendt en skattesats på 25 %.

Tabel 15

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Core andet	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Effektiv skatteprocent	25%	25%	25%	25%	25%

Kilde: ISS og egenberegning

Ud fra de opgjorte proforma regnskaber kan følgende tabel opstilles som forventet driftsaktivitet for ISS i perioden 2012-2016:

Tabel 16: Driftsoverskud efter skat						
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Omsætning	77644	82009	86714	91283	95505	98872
DO før skat	4157	4387	4683	4929	5157	5339
DO efter skat	2825	3291	3512	3697	3868	4004
Andet DO efter skat	-245	-242	-162	-167	-171	-176
DO	2580	3049	3350	3530	3697	3829
OG efter skat	3,3%	3,7%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%

Kilde: ISS og egenberegning

Over den budgetterede periode forventes ISS at forbedre OG markant. Dette er forudsat en omsætningsvækst på niveau med 2011, en markant sænkelse af den effektive skatteprocent og ingen finansielle driftsindtægter og udgifter. Da investorer selv kan diversificere sine porteføljer og hedge eventuelle risici, er det ikke en egenskab de ønsker at selskabet betaler for⁹⁵.

Budgettering af finansielle poster

Budgetteringen af ISS' finansielle poster foretages på baggrund af behovet for at kende selskabets kapitalomkostninger i beregningen af WACC, og fordi en central antagelse i værdiansættelsen er, at ISS ændrer i kapitalstrukturen via en virksomhedstransaktion.

Gennemgås note 29 i ISS' officielle regnskab ses det, at rentebetalingerne er højest på de fastforrentede lån⁹⁶. Af hensyn til rentebyrden vil det være mest hensigtsmæssigt at indfri disse. 'Floaterne'⁹⁷ vil dermed kunne genforhandles til lavere renter, på baggrund af den mindre gældstyngede balance. Dette er dog ikke muligt, da der formentligt ligger betingelser for ISS' banklån (senior facilities og second lien), da det er disse lån ISS selv identificerer som indfribare⁹⁸. Face value på ISS' senior facilities udgør ultimo 2011 13,5 mia., hvorfor denne forventes tæt på indfriet med provenuet fra den antagne transaktion. Fjernes 'senior facilities' lånene, bliver ISS' rentebærende gæld reduceret med 13,3 mia. og vil i stedet være ca. 21 mia. En væsentlig ulempe ved dette er, at renten på den gæld der indfries er væsentlig lavere end på de fastforrentede obligationer, hvorfor r burde stige ved denne operation. ISS anvender, som tidligere nævnt, rentesikringsinstrumenter, hvilket medfører lavere rente på de udstedte obligationer, hvorfor r falder ved nedbringelse af gælden⁹⁹.

I tabel 17 ses de budgetterede finansielle poster for ISS ultimo året:

⁹⁵ Goedhart, Koller og Wessels side 630

⁹⁶ EMTN (2014), Subordinated (2016) og Senior Notes (2014)

⁹⁷ De variabelt forrentede banklån

⁹⁸ ISS: Børsprospekt (2011)

⁹⁹ Se bilag 8 for budgetteret rente 2012

Tabel 17: Budgettering af finansielle poster						
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Rentebærende gæld	33959	20659	20659	20659	20659	20659
Kontanter	3261	3261	3261	3261	3261	3261
Værdipapirer	17	17	18	18	19	19
NFF	30681	17381	17381	17380	17380	17379
NDA	32763	32842	32921	32993	33065	33137
Egenkapital	2082	15461	15541	15613	15685	15758
FGEAR	13,11	2,74	1,12	1,12	1,11	1,11
r (efter skat)	5,7%	5,16%	5,14%	5,11%	5,10%	5,07%
NFO	1783	1240	893	888	886	881
Kilde: ISS og egenberegning						

Som en konsekvens af emissionen er den bogførte værdi af egenkapitalen ændret markant, mens den er modsvaret af lavere NFF. Gælden forventes at forblive på et nogenlunde konstant niveau, mens (finansielle) kontanter ikke forventes at stige.

Efter ændringen i kapitalstrukturen forventes forbedrede rentetillæg i ISS' variable banklån i fremtiden. De lavere renter budgetteres til 25bp lavere tillæg fra de nuværende niveauer, mens EURIBOR og LIBOR forventes at være på nuværende niveau fra 2012-2016. Der ændres ikke i den budgetterede rente på ISS' obligationer, efter de udløber, fordi det forventes, at ISS vil udstede nye obligationer, men ikke hvilken sikkerhed/løbetid disse har, eller hvordan markedsrenten vil være i årene.

Efter budgetteringen af de finansielle poster, er det muligt at finde den forventede totalindkomst for ISS i perioden 2012-2016. Dette gøres på baggrund af ligning 6:

$$Totalindkomst_t = DO_t - NFO_t, (6)$$

Tabel 18: Totalindkomst						
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Core DO	2580	3049	3350	3530	3697	3829
NFO	1783	1240	893	888	886	881
MINRES	7	0	0	0	0	0
Totalindkomst	755	1809	2456	2642	2811	2948
Kilde: ISS og egenberegning						

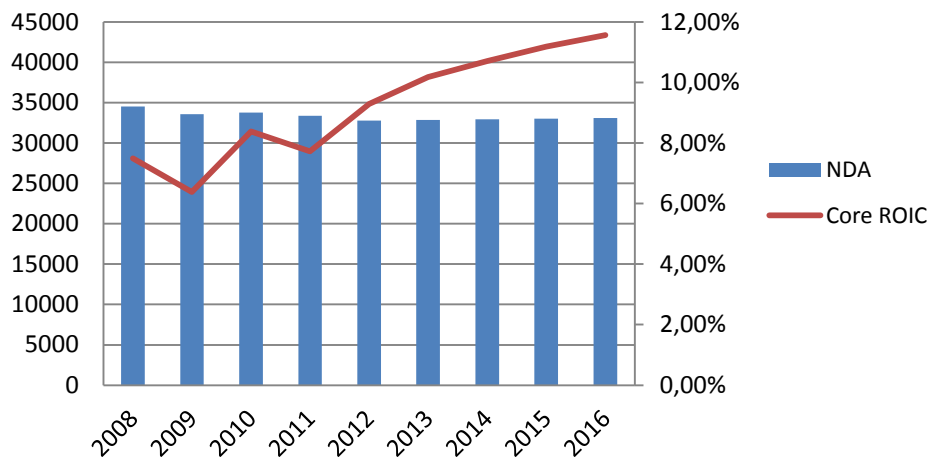
Ud fra proforma regnskaberne for perioden 2012-2016 vil ISS opleve en stigning i totalindkomsten hovedsageligt grundet øget omsætning, lavere finansielle omkostninger og lavere effektiv skatteprocent. De lavere finansielle omkostninger og skattebetalinger skyldes en ændret kapitalstruktur, mens omsætningen vil stige som følge af eksponering mod vækstmarkeder. Over perioden vil vækstmarkederne udgøre en højere andel af den totale omsætning, hvilket vil trække den budgetterede vækst op, da væksten her er antaget højere end i Vesteuropa og Norden. Den væsentligste driver af ISS' overskud er identificeret som omsætningen, hvilket er naturligt, da denne driver indgår implicit indgår i alle andre drivere¹⁰⁰. Da den faktisk investerede kapital forventes at stige meget lidt, vil dette ikke trække overskuddet ned.

¹⁰⁰ Elling & Sørensen (2005) side 224

Forventet ROIC

Ud fra proforma regnskaberne er det muligt at konstruere følgende figur, der viser den historiske samt forventede udvikling i omsætning og ROIC¹⁰¹:

Figur 12: Udvikling i Core ROIC

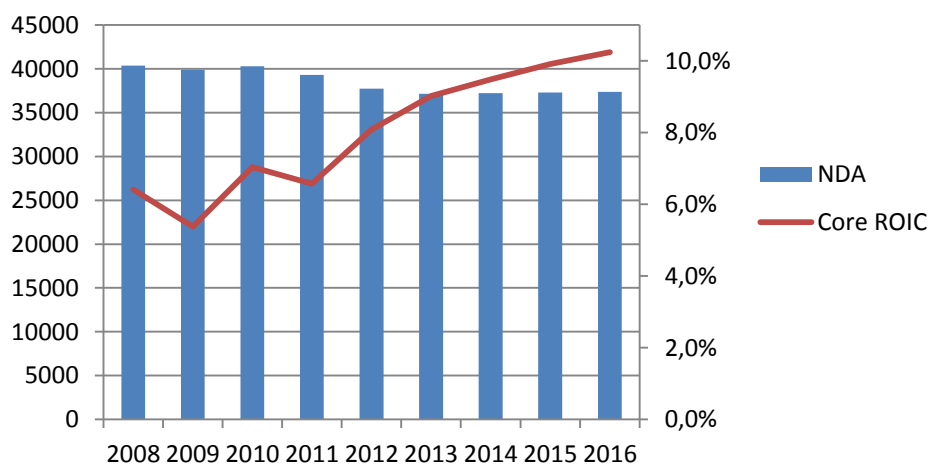


Kilde: Egenberegning

Udviklingen i core-ROIC over budgetperioden er positiv grundet øget omsætning og forbedret OG samt lavere beskatning, som følge af en antagelse om fuld udnyttelse af skatteskjold, og ender på 11,6 % i 2016.

Tillægges historiske nedskrivninger på immaterielle aktiver, dannes følgende figur for core-ROIC. Forskellen består i at historiske nedskrivninger på immaterielle aktiver er tilbageført på balancen, for at vise al historisk investering af kapital i ISS. Dermed vokser NDA og ROIC falder tilsvarende.

Figur 13: Core ROIC på faktisk NDA



Kilde: Egenberegning

¹⁰¹ ROIC baseret på balanceværdier med nedskrivninger af immaterielle aktiver – empirien anbefaler at sammenligne ROIC med og uden immaterielle aktiver, hvilket ikke er muligt, da NDA er negativ uden disse – Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 167

Da ROIC udtrykkes som $ROIC = AOH \times OG$ og OG kun er marginalt forbedret, skyldes stigningen i ROIC den øgede AOH, der, som forventet, stiger via omsætningsvækst. Den anvendte metode for reformulering tager udgangspunkt i informationen i årsregnskabet, hvorfor metoden vil undervurdere faktisk investeret kapital i ISS' tilfælde. AOH er derfor højere baseret på årsregnskabet end ved tilbageføring af nedskrivninger. Det vurderes ikke nødvendigt at præsentere nye nøgletal baseret på de justerede værdier, da dette ikke har nogen indflydelse på ISS' værdiansættelse.

Selskabsspecifik risiko

For at finde ISS' beta og værdiansætte ISS kræves en model til formålet. Denne model danner sammen med den hidtidige fundne information basis for den endelige værdi af ISS. Ud fra praktiske overvejelser er Capital Asset Pricing Model (CAPM) valgt, da den anvendes i praksis, dvs. mange finansanalytikere foretager valg på baggrund af modellen, mens dens risiko/afkast betragtninger intuitivt giver mening.

CAPM

Modellen blev introduceret af økonomerne Sharpe og Lintner i 1960'erne på baggrund af Markowitz' tidligere arbejde om diversifikation og porteføljeteori¹⁰². Grundlaget for modellen er, at risiko og afkast er relateret, og at investeringsbeslutninger tages på baggrund af risiko(σ_i) og forventet afkast($E(R_i)$). Sammenhængen er logisk; højere forventet afkast modsvares af højere tilsvarende risiko og vice versa. Følgende antagelser ligger implicit i CAPM¹⁰³:

- Rationelle og risikoaverse investorer.
- Investorer diversificerer over forskellige typer investeringer.
- Investorer er nyttemaksimerende.
- Alle investorer er pristagere, dvs. de har ikke mulighed for at påvirke priserne i markedet.
- Det er muligt at låne og udlåne til den risikofri rente (R_f)
- Ingen transaktionsomkostninger eller skat, dvs. investorer er indifferente for hvorledes afkast udbetales.
- Ingen informationsasymmetri mellem investorer i markedet, dvs. samme information tilgængelig for alle og derfor homogene forventninger blandt markedsdeltagerne.

Disse antagelser danner rammen for teorien og sammenhængen mellem risiko og afkast. Risiko er i CAPM opdelt i systematisk (markedsrisiko) og usystematisk (diversificerbar) risiko. Systematisk risiko er den usikkerhed, som gælder for alle investeringer i markedet, dvs. en risiko man som investor ikke har nogen indflydelse på. Usystematisk risiko er risikoen for den enkelte investering, hvilket betyder, at man med en veldiversificeret portefølje kan minimere denne risiko, hvorfor man til sidst står tilbage med markedsrisikoen. Denne egenskab medvirker til, at der indenfor teorien i CAPM kun belønnes risikovillighed på systematisk risiko og ikke på risiko, der kan diversificeres væk. Denne risikovillighed medfører det forventede afkast på aktiv_i udtrykt i ligningen:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f], (7)$$

Det forventede afkast er med andre ord det krævede afkast for en investering i det pågældende risikofyldte aktiv. Risikoen i det pågældende aktiv kaldes beta, β , og er det pågældende aktivs volatilitet sammenlignet med markedet. Udtrykket i parenteser er det forventede afkast på markedet $E(R_m)$ fratrasket den risikofri rente R_f . Dette kaldes markedets risikopræmie (MRP) og udtrykkes i procent. MRP er det forventede afkast ved at foretage en risikofyldt investering, og ikke den historiske risikopræmie for risikofyldte investeringer.

¹⁰² Grinblatt & Titman (2002) side 131

¹⁰³ Grinblatt & Titman (2002) side 130 ff

Da højere forventet afkast medfører højere risiko er en logisk sammenhæng, vælges CAPM som værktøj til at finde afkastkravet til ISS. På trods af megen kritik gennem årene, bl.a. af Fama-French er det lykkedes at påvise en sammenhæng mellem forventet afkast og risiko over en periode på 80 år på virksomhedsniveau¹⁰⁴. Da porteføljedelen af CAPM ikke anvendes i denne opgave, accepteres modellen dermed som udgangspunkt for prisfastsættelsen af ISS.¹⁰⁵

Beta

Beta blev introduceret af Treynor og Sharpe som en del af CAPM i 1960'erne, ud fra tesen om at investorer ønsker høje middelværdier (afkast) og lav usikkerhed af dette afkast (volatilitet)¹⁰⁶. Beta anvendes ofte i praksis, og er især anvendeligt ved værdiansættelser og porteføljeteori. Det er dog ikke opgavens mål at beskrive porteføljer, hvorfor denne del af beta og CAPM udelades i teoriafsnittet.

Selskabsspecifik risiko, beta, er et statistisk begreb, der bruges om en investerings relative volatilitet i forhold til markedsafkastet. Det er dermed ikke direkte observerbart men skal i stedet estimeres. Helt præcist er det et aktivs kovarians med markedet over variansen på markedet. Udtrykt i ligning (8):

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} \quad (8)$$

Som det fremgår af ligningen, er det den relative investerings afkast, der måles i forhold til markedsafkastet, og ikke udviklingen i aktivets pris i forhold til markedet.

Ofte henvises der til beta som værende et aktivs volatilitet overfor markedets volatilitet. Dette er ikke helt korrekt, da estimeringen udregner hældningen af OLS regressionslinjen, hvilket giver en lavere værdi end den simple volatilitet for aktivet. Beta er volatilitetsforholdet af afkastene gange korrelationen¹⁰⁷, og påvirkningen af korrelationen må ikke undervurderes i estimatet, da dette kan give upålidelige resultater¹⁰⁸. Når afkastene regresseres frembringer det yderligere en r^2 , som er forklaringsgraden på hvor høj en andel af markedsafkastet, der forklarer afkastet på det enkelte aktiv.

I figur 14 ses en opdeling af de forskellige typer risiko, og hvor de påvirker selskaber¹⁰⁹.

¹⁰⁴ Davies, Philip (2007) side 45

¹⁰⁵ Det er dog ikke ensbetydende med at CAPM er den endegyldige sandhed. For kritik af CAPM henvises til Fernandez, Pablo (2002)

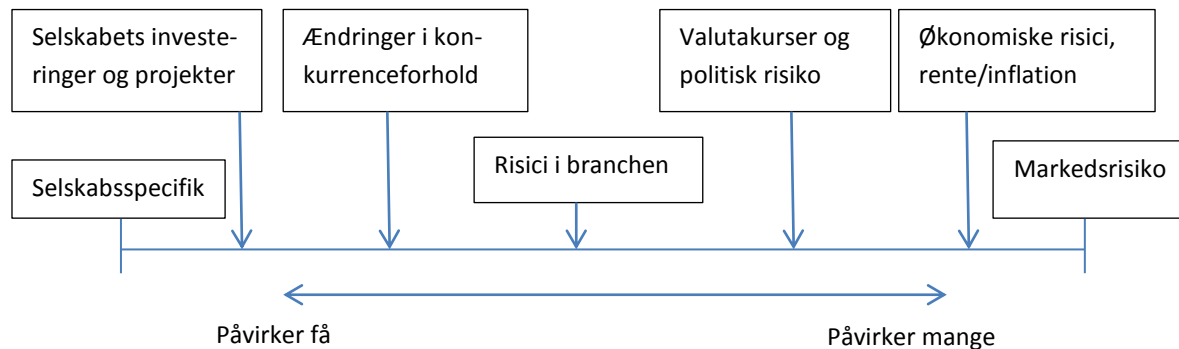
¹⁰⁶ Grinblatt & Titman (2002) side 145 ff.

¹⁰⁷ $\beta = \rho * (\sigma_i / \sigma_m)$

¹⁰⁸ Tofalis, Chris (2008)

¹⁰⁹ Damodaran – Models of Risk and Return side 10

Figur 14: Risikodefinition



Kilde: Damodaran: Models of risk & return side 10

Forskel på risiko

Volatiliteten på et aktiv er aktivets totale risiko og indbefatter både markedsrisiko og den selskabsspecifikke risiko. Måden hvorpå volatiliteten opgøres er aktivets standardafvigelse i forhold til forventet afkast. Selskaber hvis produkter er 'modnede' har ofte en lav volatilitet, mens vækstvirksomheder ofte har det modsatte. Forskellen på volatilitet og beta er, at aktivets totale risiko udtrykkes gennem volatiliteten, mens aktivets risiko i forhold til markedet udtrykkes ved beta. Det gennemsnitlige beta for alle markedets aktiver er derfor per definition 1. Er et aktivs beta >1 siges aktivet at være følsomt overfor markedsbevægelser, mens et beta <1 siges at være mindre følsomt overfor markedet. Beta for risikofrie aktiver er per definition 0, det vil sige ingen følsomhed i afkastet i forhold til markedsafkastet. At et aktivs beta er lig 0, er dog ikke ensbetydende med at dette aktiv er risikofrit. Et aktiv har negativt beta, hvis afkastet er negativt korreleret med markedsafkastet. Markedsafkastet er defineret som afkastet fra alle investeringstyper (aktier, obligationer, ejendomme osv.), og i praksis anvendes en proxy for markedet, typisk et aktieindeks, da det er et stort arbejde at indsamle valide data fra de forskellige aktivklasser¹¹⁰.

Modigliani & Miller

Med ISS' kapitalstruktur in mente er det oplagt at skelne til Modigliani og Millers(M&M) teori fra 1958 omhandlende selskabers valg af kapitalstruktur. M&M påstår, at et selskabs værdi er uafhængig af dets valgte kapitalstruktur, eller med andre ord 'lagkagen har samme størrelse uafhængigt hvor store stykker den skæres i'¹¹¹.

M&M mente, at et selskabs værdi udelukkende blev bestemt af indtægterne, genereret af aktiverne på balancen, og dermed udelukkende bestemt af selskabets aktivside og ikke passivside. Selskabets fordeling mellem egenkapital og gæld har, ifølge M&M, ingen indflydelse på selskabets værdi. Dermed er optimering af kapitalstruktur heller ikke værdiskabende. Finansielle dispositioner kan ikke skabe værdi, da disse ikke kan ændre den samlede værdi af betalingsstrømmene fra selskabets aktiver. Selskabets værdi er uafhængig af hvorledes selskabets passivside er sammensat. I et perfekt kapitalmarked, hvor hverken selskabets indkomst eller investorernes indkomst beskattes, er markedsværdien af et selskab uafhængig af ledelsens valg af kapitalstruktur. Dette er kendt som M&M's irrelevante teorem.

¹¹⁰ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 237

¹¹¹ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 28

Ugearet og Gearet beta

Et selskabs balance opgøres i aktiver og passiver, en driftsside og en finansieringsside. En egenskab ved selskabsspecifik risiko er, at denne også kan opdeles i et selskabs driftsrisiko og driftsrisiko inklusiv finansiering. Dette sker på baggrund af Hamada-ligningen (1972). Ligningen kombinerer M&M med CAPM teorien, og adskiller et selskabs driftsrisiko fra den risiko, der indregner risikoen ved finansieringstypen. Derudover bidrager den (i teorien) til at finde et selskabs optimale kapitalstruktur.

Hamadas ligning adskiller risikoen for et selskab i drift og finansiering. Dette gøres ved at definere beta udelukkende for driften, β_u , og beta for selskabets drift og finansiering, β_e . Også kaldet ugearet og gearet beta. Når unoterede selskaber værdiansættes er det et nyttigt værktøj, da ugearet beta for en industri kan omdannes til gearet beta for det enkelte selskab, ved at anvende branche beta og justere for det enkelte selskabs gældsgrad som i ligning 9¹¹².

$$\beta_e = \beta_u + (1 - t) \left(\frac{D}{E} \right) (\beta_u - \beta_d)]^{113} \quad (9)$$

Hvor β_u er branchens ugearede beta, β_d beta på gæld, 'E' selskabets egenkapitals markedsværdi og 'D' er den totale gæld fratrasket finansielle aktiver. Da beta er et risikomål antages rentebærende gæld ikke som værende repræsentativt for risiko i forhold til total gæld. Ligningen viser, at et selskab har en vis risiko forbundet med dens drift, ugearet beta, som ændres efterhånden som selskabet anvender mere gældsfinansiering i kapitalstrukturen.

Denne ligning er dog ikke den oprindelige Hamada ligning, men i stedet en nyere udgave, der inkorporerer gældsrisiko. I årene efter Hamada påviste sammenhængen mellem gearet-ugearet beta er der kommet flere modifikationer til, alt efter hvordan virksomhedens kapitalstruktur håndteres. Blandt andre kan nævnes Miles-Ezzel, Harris-Pringle og Damodaran, der alle giver bud på hvordan omregningen foretages¹¹⁴.

I opgaven vil ligning 9 anvendes til at omregne beta, da den antager gælden i et selskab er konstant, hvorfor værdien af eventuelle skatteskjold kan reduceres til den marginale skattesats gange rentebærende gæld¹¹⁵.

Inden ISS blev overtaget havde selskabet et beta på ca. 1,12¹¹⁶, hvilket indsat i formelen giver et ugearet beta på 0,57, forudsat en skattesats på 30 % og beta på gæld lig nul, og gældende balanceværdier fra ultimo 2004. Et statisk billede på den øgede usikkerhed ved overtagelsen kan udarbejdes via den nye kapitalstruktur efter overtagelsen af ISS i 2005, hvor D/E er ændret¹¹⁷. D/E går fra 1,4 til 2,1 hvilket medfører en ændring i gearet beta til 1,42. Ceteris paribus er gældsgraden altså meget determinerende for et selskabs beta, hvis ligningen følges.

¹¹² Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 811

¹¹³ Såfremt beta på gæld = 0, hedder ligningen $\beta_e = \beta_u \left(1 + \frac{(1-T_c)D}{E} \right)$, Westerfield & Ross (2005) side 490. Dette er den oprindelige Hamadaligning

¹¹⁴ Fernandez, Pablo (2006)

¹¹⁵ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 125

¹¹⁶ Datastream

¹¹⁷ Ved benyttelse af samme værdi af egenkapitalen som før overtagelsen.

Beta for private virksomheder

Sammenlignet med metoden hvorpå beta findes for børsnoterede selskaber, differentierer beta for private selskaber sig på flere måder. Generelt er data oftere vanskeligere at komme i besiddelse af, eller metoden for opgørelsen af disse data anderledes fx ved regnskabsstandarder. Prisen på selskabet opgøres i modsætning til børsnoterede selskaber ikke dagligt, og der er ikke umiddelbart et lige så velfungerende marked for handel med egenkapital, hvorfor det gør et salg af denne vanskeligere. Nyere værdiansættelsesteori giver mulighed for at værdiansætte denne egenkapital ved hjælp af flere forskellige tolkninger af finansieringsteori.

Teorien der anvendes i følgende afsnit stammer hovedsageligt fra anvendt corporate finance, dvs. det er efterprøvet i virkelighedens verden. Udover de præsenterede teknikker findes der flere muligheder for estimering af beta, der bl.a. tager højde for det enkelte selskab, ved fx at indregne likviditetsrabat for mindre selskaber. Dette vurderes ikke som værende relevant for ISS, da selskabets størrelse efter branchestandard er et stort.

Bottom-up beta

Når denne metode anvendes, undersøges sammenlignelige virksomheder, der er børsnoterede. Det centrale ved denne metode er derfor, at man finder sammenlignelige virksomheder, der har samme eksponering som selskabet man vil værdiansætte. Derfor er det vigtigt at se på hvor og hvordan selskaberne opererer, hvordan vækst forecast tegner sig og profitabilitet etc. Da det kun er sammenlignelige selskaber, som er børsnoterede, der kan bruges ved denne metode, kan dataindsamlingen være problematisk, såfremt kun få/ingen sammenlignelige selskaber kan findes.

For at komme frem til et sammenligneligt beta, regresseres afkast fra selskaberne mod markedsafkastet for derved at få selskabernes gearede beta. Dette er dog ikke det anvendte beta, da der ikke tages hensyn til kapitalstrukturen i de forskellige selskaber. Derfor skal det fundne beta ugeares, ved hjælp af følgende formel;

$$\beta_{u\text{ branche}} = \frac{\beta_{e\text{ branche}}}{[1+(1-T_c)(\frac{D}{E})]}, (10)$$

Når dette er gjort, kan det fundne branche beta, $\beta_{u\text{ branche}}$, justeres for det private selskabs kapitalmix via formelen¹¹⁸;

$$\beta_{privat} = \beta_{u\text{ branche}}(1 + (1 - T_c)(\frac{D}{E})), (11)$$

Problemet med denne formel er, at der ikke findes nogen markedsværdi for egenkapitalen, hvorfor denne må justeres med et proxy for markedsværdien. Der er flere muligheder for dette i forbindelse med ISS. En måde er at anvende et branchegennemsnit for D/E, men da ISS to gange inden for det seneste år er forsøgt solgt, er der også approximerede markedsværdier specifikt for ISS, der kan benyttes.

Da denne metode tager udgangspunkt i sammenlignelige selskabers risiko, tilsvare det at bruge en industrispecifik risiko, og derefter justere for det enkelte selskabs gældsgrad. Fordelen ved at anvende peer gruppen er, at man kan udvælge de selskaber, hvis egenskaber bedst muligt minder om det selskab der analyseres.

¹¹⁸ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 811

En konsekvens af at anvende denne metode er, at den kræver at markedet prissætter de sammenlignelige virksomheder korrekt. Det vil sige at den efficiente markedshypotese er en forudsætning for brug af denne metode.

Afhængig af hvilken investortype der er tale om, kan der justeres for denne investors individuelle risiko i investeringen. Nærmere betegnet kan der tillægges en yderligere risikopræmie, hvis det er en enkelt stor investor, der ønsker at overtage hele selskabet, da denne investor vil få en højere risiko ved en lavere diversificering af sine midler.

Regnskabsbeta

Regnskabsbeta findes fra information i selskabets regnskaber. Hvor beta normalt findes via regression af selskabets afkast mod markedsafkastet, anvendes ved regnskabsbaseret beta selskabets indtjening over en periode (kvart/halv/helårligt) alt efter hvor hyppigt selskabet offentliggør denne information. Denne indtjening (afkast) regresseres derefter på det, for selskabet, relevante markedsafkast for samme periode(proxy). Ligning 12 viser fremgangsmåden:

$$\Delta R_i = \alpha + \beta \Delta R_m, (12)$$

Hvor hældningen på indtjeningen, β , kan antage forskellige værdier, alt efter hvilken indtjening, der vælges for selskabet. Anvendes driftsindtjening får man ugearet beta, mens totalindkomst giver selskabets gearede beta.

Den umiddelbart største udfordring ved denne metode er, at hyppigheden for offentliggørelse af indtjening fra private selskaber er lav, hvilket giver få observationer, og dermed en formodentlig lav statistisk gyldighed for beta. Det er desuden vigtigt, at de valgte regnskaber undersøges inden de anvendes, da ændringer i bl.a. kapitalstruktur og regnskabspraksis kan have effekt på indtjeningen i perioden for det valgte selskab¹¹⁹. Derudover ses det ofte, at opgørelserne i regnskaberne er udjævnet over perioden de måles over, hvilket kan give problemer med anvendelsen af disse tal.

Kvalitativ beta

Udover de to førnævnte metoder er det valgt at anvende kvalitativt beta, der vil forsøge at vurdere ISS' selskabsspecifikke risiko ud fra en kvalitativ vurdering af selskabets karakteristika¹²⁰. Dette gøres ud fra MASCOFLAPEC modellen, hvor 11 parametre er udvalgt og vægtet i forhold til ISS og dernæst risikovurderede. Modellen antager følgende form (oversat til dansk):

Tabel 19: MASCOFLAPEC							
Vægt	Parameter	Risikovurdering					Vægtet
		Lav	Gns	Betydelig	Høj	Meget høj	
	Ledelse						
	Aktiver: Branche/produkter						
	Strategi						
	Landerisici						
	Drifts Leverage						

¹¹⁹ Damodaran: Valuing private firms

¹²⁰ Fernandez, Pablo (2002) side 211

	Finansiell Leverage						
	Investeringers likviditet						
	Adgang til kapital						
	Partnere						
	Andre risici fx valuta						
	Cash flow stabilitet						
	Total						

Denne model inddrages for at inkorporere et mere kvalitativt aspekt af risiko. Selv for børsnoterede selskaber kan beta baseret på historiske afkast give et misvisende billede af et selskabs risiko, men især for unoterede selskaber er metoden nyttig, da den giver mulighed for at vurdere risiciene på selskabets enkelte parametre. Derudover fungerer metoden som *common sense* værktøj, da den giver et pejlemærke for hvilke risici, der findes i selskabet, og hvordan de bidrager til beta. En væsentlig ulempe ved metoden er dog, at den forudsætter adgang til information om selskabernes enkelte dele, hvilket ikke altid er tilgængeligt. I disse tilfælde er det derfor nødvendigt at se på selskabets overordnede performance og anvende den tilgængelige information bedst muligt. Desuden er det en yderst subjektiv model, da det er brugeren af modellen, der fastsætter de enkelte faktorer, samt det endegyldige parameter, der ganges på det fundne beta for at justere for branchens risiko. I dette tilfælde vil metoden bl.a. baseres på de konklusioner, der findes i den strategiske analyse samt peer gruppens beta-egenskaber. En yderligere positiv konsekvens ved anvendelsen af modellen er, at den adresserer de risici, der normalt identificeres ved en regnskabsanalyse¹²¹, da den tager udgangspunkt i selskabets fundamentale risiko.

Kvalitativ beta giver ydermere analytikeren en mulighed for at tilpasse beta til fremtidige hændelser. Ser man på de gældende input i CAPM (R_f , β og R_m), er det udelukkende beta som betegner selskabets risiko, mens de to andre input er eksogene. Anvendes udelukkende historiske betamål vil de formentlig ikke indfange fremtidige risici. Et eksempel er den heftige debat omkring banker og deres virke i EU og USA, hvor (formodet) politisk indgriben har set store positive og negative kursudsving, senest ved præsidentvalget i Frankrig hvor bankaktierne faldt flere procent på baggrund af favorittens indstilling overfor denne sektor¹²². Hændelser som denne vil ikke altid være udtrykt i et selskabs historiske betaværdi, hvorfor det vurderes, at en kvalitativ metode anvendt sammen med historiske betaværdier, kan anvendelse i CAPM, når et selskab værdiansættes som *going concern*.

Metodiske overvejelser

Før de tre metoder undersøges, vil metodeforudsætningerne for analysen gennemgås, for at skabe grundlaget for metoderne. Hovedsageligt hører de metodiske overvejelser under bottom-up beta metoden, da denne metode indeholder flere af de overvejelser, der normalt gøres ved estimering af børsnoterede selskaber. Flere af overvejelserne skal dog også gøres ved de to andre metoder. Overvejelserne præsenteres i følgende afsnit.

Tid

Paradoksalt for beta-estimeringen er ønsket om at anvende det historiske risikomål, som værende bestemmende for den fremtidige udvikling i selskabet. I denne henseende er den valgte periode vigtig, for

¹²¹ Elling & Sørensen (2005) side 198

¹²² Businessweek: French banks tumble 16/4-2012

hvis udviklingen i den valgte periode forventes at fortsætte i fremtiden, vil denne periode være en god proxy. En længere periode vil formodentligt give bedre statistiske resultater, som antallet af observationer stiger. Der er derfor tale om et *trade-off* mellem at gå så langt tilbage i tid til at den underliggende forretning har ændret sig, og mindre robuste estimater.

Estimeringsintervallet er også en vigtig overvejelse. Det er ikke ligegyldigt om estimeringen foretages på baggrund af daglige/ugentlige/månedlige afkast¹²³. Desuden er det centralt for estimering hvor lang en periode der estimeres for, da et aktiv (selskab) løbende kan opleve ændringer i sine forretningsforudsætninger. Derfor kan en for lang periode være uaktuel for den nutidige selskabsspecifikke risiko, mens en for kort periode måske ikke fuldt afspejler aktivets risiko. Det er derfor vigtigt at være klar over det underliggende aktivs egenskaber og historik før resultatet af estimeringen accepteres. Dette kan på den anden side også give estimatet et bruger-bias alt afhængigt af hvem der estimerer.

ISS er siden 2004 vokset ved hjælp af opkøb, der er blevet neddrolet siden 2009. Selskabet ser nu ud, som det formentligt vil gøre resten af ejernes tid. Det bliver dog problematisk at anvende ISS som målestok for hvor langt tilbage i tiden man skal kigge i forhold til konkurrenterne, der ikke har været igennem samme proces som ISS, som følge af overtagelsen i 2005. Dette er der ikke nogen umiddelbar løsning på, hvorfor det vægtes højere, at estimere et beta, der afspejler den situation ISS står i i dag. Samtidig er det vigtigt, at der for peer gruppen ikke har været væsentlige ændringer i samme parametre over perioden, der estimeres på, da dette kan påvirke estimaterne, og dermed ikke give et retvisende billede af risikoen. Af denne grund udføres et tjek af løbende beta over en 10-årig periode.

For at få robuste beta-estimater vil et kort afkastinterval være hensigtsmæssigt. Intervallet vil være afhængigt af størrelsen og likviditeten på de valgte peers, da estimaterne kan påvirkes af selskabernes størrelse og likviditeten i dem, hvilket kan føre til, at korrelationen med det valgte indeks reduceres¹²⁴. Det er valgt, at anvende månedlige afkast over en fem-årig periode, for at få så meget støj ud af estimaterne som muligt, der kan være i beta-estimaterne ved for korte intervallfrekvenser¹²⁵.

Marginalinvestor

Den marginale investor er den investor, som er mest sandsynlig til at købe/sælge en aktie, og dermed prissætter af aktivet. Det er derfor nødvendigt, at den marginale investor ejer en stor andel af aktivet¹²⁶. ISS er på nuværende tidspunkt ejet af en kapitalfond, hvorfor der ikke umiddelbart er en grund til at undersøge hvem selskabets marginale investor er. Ikke desto mindre giver en analyse af hvem den *mulige* marginale investor i selskabet er, et vigtigt redskab i forbindelse med værdiansættelsen, da det giver en indikation af hvilket marked en kommende investor er eksponeret mod¹²⁷. For at anvende det i opgaven, vil ISS' konkurrenter undersøges i henhold til tabel 20 herunder¹²⁸:

¹²³ Fernandez, Pablo (2002) side 206

¹²⁴ Damodaran: Estimating risk parameters side 10

¹²⁵ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 250

¹²⁶ Damodaran: Models of Risk and Return side 13

¹²⁷ Damodaran: Estimating risk parameters side 6

¹²⁸ Damodaran: Models of Risk and Return side 13

Tabel 20: Marginalinvestor

% holdt af institutioner	% holdt af insidere	Marginalinvestor
Høj	Lav	Institutionel investor
Høj	Høj	Institutionel investor med insider indflydelse
Lav	Høj (ledelse)	Kan være insidere, men kun hvis de handler jævnlige, eller institutionel investor
Lav	Høj (velhavende enkelt-investor)	Velhavende enkeltinvestor, veldiversificeret
Lav	Lav	Små individuelle investorer med begrænset diversifikation

På basis af definitionen på den marginale investor, er det særdeles vanskeligt, at præcisere hvem denne investor endegyldigt er. Derfor skal metoden for at finde den marginale investor ses i lyset af dette. Det er med andre ord en søgen efter det bedste bud på den marginale investor i ISS, der er målet med denne undersøgelse. Når den marginale investor er fundet, er det en god indikator for hvilket marked ISS' performance skal måles op imod. På forhånd anses det danske C20 indeks ikke for at være repræsentativt for et markedsindeks, da dets performance i for høj grad afhænger af én enkelt aktie og sektoreksponeringen er smal. Yderligere er ISS' forretning global, hvilket kan tiltrække investorer, der søger en global eksponering frem for regional. Empirisk vil veldiversificerede globale investorer over tid indtage rollen som marginalinvestorer, da de med global diversificering vil være mindre eksponeret mod investeringens risiko, hvorfor de vil betale en højere pris for at eje en del af selskabet¹²⁹. Derudover kan institutionelle investorer minimere relative omkostninger ved analyse af investeringer, da omkostningerne vil udgøre en uanselig del af den samlede investering. Antagelsen om ingen transaktionsomkostninger i CAPM bliver derfor mere acceptabel.

Stabile resultater

For at få statistisk gyldige resultater ud af estimeringen af beta, er det vigtigt, at de anvendte data er brugbare. Hvis dette ikke er tilfældet, kan der være 'støj' i de givne resultater, som fx en høj standardafvigelse, hvilket giver mindre gode estimater, da beta-estimatet vil svinge for meget indenfor konfidensintervallet, og dermed gøre resultaterne mere usikre. Derfor er fokus for estimaterne i peer gruppen og ved regnskabsbeta at opnå solide statistiske resultater.

Af samme grund er det valgte markedsindeks særdeles vigtigt for estimeringen, da det i CAPM er basis for estimeringen af beta. Som tidligere nævnt udvælges et markedsindeks som proxy for alle værdivægtede risikofyldte aktiver. Dette proxyindeks kunne være S&P 500 (USA), EuroStoxx (Europa) eller MCSI World (global).

Beta for ISS

For at estimere beta for ISS er det først nødvendigt, at beslutte sig for metodikken i analysen som beskrevet ovenfor. Inden de tre metoder kan anvendes, vil følgende spørgsmål derfor besvares;

- Hvilket marked skal der estimeres på?
- Hvor lang er perioden for estimeringen og hvilket tidsinterval anvendes?
- Findes der sammenlignelige selskaber?

¹²⁹ Damodaran: Estimating risk parameters

Marginalinvestor:

Som beskrevet tidligere er det vigtigt at få determineret hvilket marked beta skal estimeres på. Undersøges ISS før overtagelsen kan dette give et billede af hvem den mulige marginalinvestor er. Geografisk var investorerne hovedsageligt placeret i Danmark, USA og Storbritannien, mens der samtidig var en høj andel af institutionelle investorer, hvor ATP og Franklin Templeton¹³⁰ begge ejede 9 % af selskabet¹³¹. Umiddelbart var marginalinvestor ud fra tabel 20 institutionel investor.

Ved undersøgelse af de rivaliserende selskaber tegner sig samme billede, med institutionelle investorer med høje ejerandele¹³². Dog er der en undtagelse ved Sodexo, hvor Bellon-familien ejer ca. 37 % af aktiekapitalen.

Af mulige fremtidige ejere af ISS vurderes det dermed, at det bliver en kombination af de nuværende ejere, institutionelle investorer, samt en mindre del af privatinvestorer. Begrundelsen er, at de nuværende ejere ikke vil sælge hele deres aktiepost, da dette sender et dårligt signal til potentielle investorer. Samtidig er de sammenlignelige selskaber i branchen karakteriserede ved en høj ejerandel hos institutionelle investorer, ligesom det var tilfældet hos ISS inden 2005. Til slut vurderes det, at private investorer også vil investere i selskabet i fremtiden, da en IPO virker mere sandsynlig end et salg til et andet selskab efter det fejlslagne salg til G4S, hvor signalværdien af daværende formand for G4S' bestyrelse Alf Duch Pedersens, afgang ikke var til at tage fejl af.

En antagelse omkring den marginale investor er, at denne diversificerer sine investeringer¹³³. Da det er sandsynligt, at den marginale investor er en institutionel investor, er det nærliggende at antage, at denne investor har en global portefølje og dermed mulighed for at minimere risikoen i denne. Derfor vælges MSCI World som proxy for markedet, da indekset indeholder globale aktier. Samtidig er indekset vægtet i forhold til selskabernes værdi, der giver mindre estimeringsproblemer¹³⁴. Eftersom der indgår ca. 1600 aktier i indekset, er der ikke nogen selskaber, som har en dominerende vægt i indekset, mens sektoreksponeringen samtidig er bred.

Beta på gæld

Grundet ISS' høje gæld er det ikke antageligt, at der ikke er nogen risiko på selskabets udstedte gæld, hvilket ville gøre gearing/ugearing af beta mere enkelt. Dette bekræftes af ratingen på ISS' udestående obligationer, der alle vurderes til at være under 'Investment Grade' og altså spekulative værdipapirer¹³⁵. Siden det antages, at ISS har tænkt sig at forfølge en IPO, antages det yderligere, at provenuet fra dette vil anvendes til at nedbringe gælden i selskabet, som var en del af målet i 2011, og også praksis generelt når kapitalfonde kapitaliserer deres investeringer. Da opgaven samtidig er en værdiansættelse, der generelt er lavet med henblik på en transaktion/investering, vurderes det at være en godkendt antagelse, at værdiansætte selskabet med tanke på en nedbringelse af gælden, hvorfor antagelserne i ligning 9 nemmere kan

¹³⁰ Amerikansk investeringsselskab

¹³¹ ISS årsrapport 2004 side 41

¹³² Bilag 3 – Peer group

¹³³ Damodaran: Models of Risk and Return

¹³⁴ Patterson, Cleveland (1995) side 121

¹³⁵ Thomson Reuters Eikon

accepteres¹³⁶. Denne metode anvendes i opgaven, da markedsdata til estimering af beta på gæld er vanskeligt at anvende i samme omfang som egenkapital.

Peer gruppen

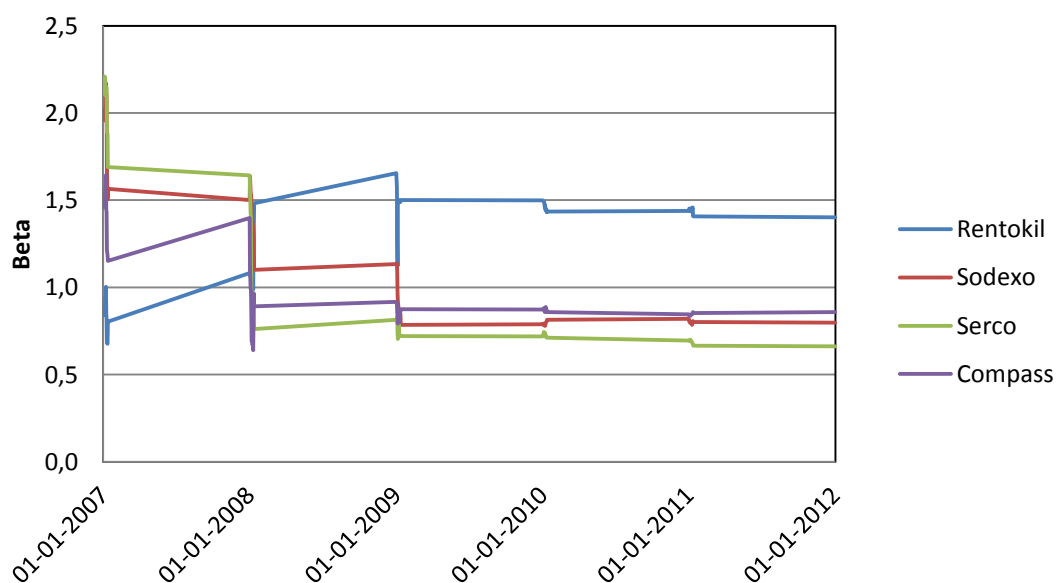
Udvælgelsen af sammenlignelige selskaber (peer gruppen) sker ved at identificere selskaber, der operer i samme branche som ISS, global facility services, og hvis egenkapital er noteret til handel på børser. Yderligere vurderes det, at omsætningen i peer gruppen genereres fra sammenlignelige driftsaktiver, og at den geografiske eksponering er sammenlignelig med ISS. Det er lykkedes at identificere fire selskaber, der passer på kravene¹³⁷, mens ét er frasorteret grundet status som unoteret¹³⁸:

1. Sodexo (,80)
2. Rentokil (1,40)
3. Compass Group (,86)
4. Serco (,66)

I parentes er det enkelte selskabs beta, som er fundet ved hjælp af månedlige aktieafkast overfor MSCI World over de seneste fem år, omregnet til USD da indekset opgøres i denne valuta. Det er værd at bemærke, at peer gruppens beta (,93) er under 1, hvilket indikerer en moden og stabil branche. Fordelen ved at vælge en peer gruppe frem for et decideret branchebeta er, at der er klarhed over estimaternes statistiske egenskaber. Samtidig kan det verificeres, at faktorer såsom omsætningsniveau, landeeksponering og likviditet af aktier tilsvarende det selskab, der undersøges.

For at teste udviklingen i peer-gruppens beta analyseres afkastene mod MSCI World over en 10-årig periode. Dermed er det muligt, at inspicere udviklingen indenfor branchen løbende fra 2007-2012, og korrigere for eventuelle ændringer i beta.

Figur 15: Løbende beta



Kilde: Datastream

¹³⁶ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 810

¹³⁷ Se bilag 3

¹³⁸ Aramark

Ud fra figur 15 ses en tendens med faldende beta over perioden 2007-2012¹³⁹. En undtagelse er Rentokil, der har haft beta i modsatgående retning, grundet mislykkede investeringer i 2003-2004 og en betegnelse som turn-around case¹⁴⁰. Her er beta dog normaliseret siden primo 2009. Beta i 2007 er meget højt for Sodexo, Serco og Compass grundet flere store negative afkast og få store positive afkast i perioden 1/1/2002-1/6/2003, hvor markedsporteføljen havde mere stabile afkast. Specielt august 2002 var hårdt for selskaberne, hvor markedet satte sig 10 %, mens selskaberne tabte mellem 17-25 % af deres aktieværdi. Idet Rentokil stadig er betegnet som turn-around case, vurderes det, at dette selskabs drift er mere risikofyldt end de andre selskabers, mens de tre andre selskabers driftsrisiko er mere sammenlignelige med ISS.

Bottom-up beta

Beta estimeres ved denne metode gennem den udvalgte peer gruppe på de fire virksomheder. Da det er fastslået, at det mest sandsynlige scenarie for en virksomhedstransaktion er en IPO med institutionelle investorer som marginalinvestor, antages det, at provenuet fra en IPO vil anvendes til at nedbringe gælden i selskabet, frem for mod nye investeringer. Denne antagelse om ændret kapitalstruktur, vil gøre ISS til et mere sikkert selskab, da den rentebærende gæld vil nedbringes. Derfor anvendes følgende formel til omregning af peer gruppens gearede beta:

$$\beta_u = \beta_l / \left[1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right], (13)$$

Hvilket giver følgende estimater for ugearet beta;

Tabel 21: Peer gruppens beta					
	Gearet β	95% konfidens	D/E MV	R ²	Unlevered β
Sodexo	0,80	0,61-0,99	0,79	0,53	0,52
Compass	0,86	0,63-1,09	0,38	0,49	0,67
Serco	0,66	0,45-0,87	0,52	0,40	0,48
Samlet unlevered β					0,56
ISS Levered β					1,14
Kilde: Datastream og egenberegning					

Hvor det er muligt, er der anvendt markedsværdier for de enkelte poster på selskabernes balancer, mens der er fratrasket kontanter, som ikke indgår i den daglige drift, og korte investeringer i værdipapirer fra den totale gæld, for bedst muligt at belyse selskabernes gældssætning.

Det er på baggrund af løbende beta vurderet, at Rentokils status som turn-around case medvirker til et for højt driftsbeta på ISS, da det fem-årige betaestimat er påvirket af afkastene fra den tidligere usikre drift. Anvendes 36 observationer for Rentokil giver det et gearet beta på 1,06 i forhold til 1,40, hvilket er en meget stor forskel. Desuden er korrelationskoefficienten (ρ) for Rentokil kun 0,58, hvilket giver et volatilitetsforhold (σ_l/σ_m) på 2,4¹⁴¹. Grundet de statistiske estimater og fordi det metodisk er valgt at anvende minimum 60 observationer på månedsdata, indgår Rentokil ikke i peer-gruppen i bottom-up beta estimeringen.

¹³⁹ Dvs. beta estimater fra 2002-2007 og 2007-2012

¹⁴⁰ Daily Telegraph: Rentokil CEO get 4,9m as turn-around pays off (2012)

¹⁴¹ Bilag 10 nederst

Med det estimerede ugearede beta skal ISS' gearede beta findes. Dette er problematisk i og med ISS ikke identificerer noget mål for D/E forholdet, hvorfor dette forhold må skaffes på anden måde, for at få peer gruppens ugearede beta omregnet til ISS' gearede. En måde dette D/E kan indikeres på er ved at gennemgå prospektet for ISS' fejlslagne IPO i marts 2011. Her estimeredes ISS' egenkapitalværdi mellem 23,3-26,8 mia. DKK. Desuden ville provenuet fra IPOen anvendes til at reducere gælden med 13,3 mia.¹⁴². Anvendes tallene i beregningen vil det give ISS en samlet gæld på ca. 35 mia. og hvis ISS' egenkapitalværdi antages som værende midt i intervallet på 25,1 mia. vil det give et D/E på ca. 1,4. Dette giver ISS et gearet beta på 1,14 ud fra en ugearet peer beta på 0,56. Her der altså tale om væsentligt højere gearet beta grundet kapitalstrukturen i ISS. Det bemærkes, at sammenlignet med beta før overtagelsen i 2005 (1,12) er den fundne værdi marginalt højere. Den anvendte skattesats i ligningen er ændret fra 30 % til 25 %, hvilket forklarer dele af ændringen.

Ved at anvende samme ligning i omregningen ved peer gruppens gearede/ugearede beta gøres en antagelse om samme risiko på gæld. Risikoen på gæld, og derigennem beta, udtrykkes ved virksomhedsobligationer gennem rating og effektiv rente på obligationerne, hvor Serco og Compass har rating A- mens Sodexo har BBB+, hvilket alle er *investment grade* eller over, der vidner om sikre selskaber. Som tidligere nævnt er ISS i dag rated B hos S&P. Metoden antages derfor at undervurdere ISS' gearede og ugearede beta, da risiko på gæld ved alle selskaber er antaget til risikofri og beta dermed 0.

Regnskabsbeta

ISS opgiver deres indtjening gennem de sidste fem år i kvartalsregnskaber, hvilket er anvendeligt i forbindelse med estimering af regnskabsbeta. Jo højere frekvens for opgørelserne jo bedre, da dette giver flere observationer. Regnskaberne er reformulerede efter samme metode som i regnskabsanalysen, hvor den største forskel er, at q4 resultater er udledt fra årsregnskabet og resultaterne fra q1-q3, da q4 ikke opgives særskilt¹⁴³. Regnskabsanalysen viste, at ISS' totalindkomst i enkelte år var negativ, hvilket er ensbetydende med enkelte negative kvartalsindkomster. På baggrund af denne information og problemer med estimeringen på basis af negative resultater, er det besluttet, at anvende driftsresultatet, hvorfor det er ugearet beta, der estimeres ved hjælp af regnskaberne.

Som markedsproxy anvendes igen MSCI World indekset, hvor det igen er prisindekset, som tager højde for udbetalt udbytte, der er udvalgt.

Tabel 22: Regnskabsbeta					
	r_{ISS}	r_M		r_{ISS}	r_M
q1 2007	27%	-5%	q3 2009	-6%	11%
q2 2007	18%	8%	q4 2009	-13%	50%
q3 2007	16%	-2%	q1 2010	-2%	15%
q4 2007	23%	-11%	q2 2010	15%	-33%
q1 2008	10%	-12%	q3 2010	14%	18%
q2 2008	10%	-8%	q4 2010	80%	-19%
q3 2008	7%	-18%	q1 2011	31%	2%
q4 2008	-11%	-19%	q2 2011	4%	13%

¹⁴² ISS: Børsprospekt (2011)

¹⁴³ Damodaran anbefaler ikke at reformulere, da det efter hans udsagn er 'waste of time', men med henblik på mest korrekte resultater, er det vurderet nødvendigt.

q1 2009	-11%	-3%	q3 2011	-4%	-30%
q2 2009	-21%	22%	q4 2011	-13%	-1%
Kilde: Datastream og egenberegning					

Datasættet giver et betaestimat på -0,39, hvilket er ensbetydende med en modsat korreleret indtjening hos ISS sammenlignet med markedet. Det er en konsekvens af flere kvartaler under finanskrisen (q42007-2009), hvor ISS' driftsindtjening var meget stabil, mens markedet faldt konstant gennem perioden. Estimatet har samtidig en lav r^2 (0,12) og høj standardafvigelse (0,25), hvilket giver det begrænset statistisk validitet, da estimatets sande værdi med 95 % sandsynlighed ligger mellem -0,92 og 0,13.

Ud fra resultatet er modellen derfor mindre anvendelig end først antaget. Det skyldes, at den som mange andre teoretiske modeller er stærkt afhængig af de inputs, der anvendes til at komme frem til slutproduktet. Perioden der estimeres på er påvirket meget af finanskrisen, som har strakt sig over flere år i perioden. Når et selskab som ISS, der har rimeligt stabile positive resultater, måles op imod et faldende marked, vil dette have som afledt effekt, at betaestimatene bliver negativt korrelerede. Med henblik på analysen af ISS' regnskabsbeta er det dog vanskeligt at se nogle alternativer, da ISS kun har opgivet kvartals/halvårsregnskaber i fem år, i hvilke finanskrisen har spillet en vigtig faktor på markedsudviklingen, der vanskeliggør nogen konklusion på baggrund af analysen.

Denne metode vurderes derfor som værende mindre anvendelig i forbindelse med estimering af beta for private selskaber, da den er afhængig af flere faktorer, herunder periodevalg, observationsfrekvenser, selskabets resultat etc. På baggrund heraf er regnskabsbeta i denne opgave ikke fundet til at være anvendeligt som mål for ISS' mest korrekte beta.

Kvalitativ beta

ISS er vurderet ud fra oplysninger i selskabets seneste regnskaber samt den strategiske analyse. De højest vægtede parametre er selskabets aktiver, herunder brancherisici, gearede ydelser og lignende, landerisici og den finansielle gældsgrad.

Tabel 23: MASCOFLAPEC							
Vægt		Risikovurdering					Vægtet værdi
		Lav	Gns	Betydelig	Høj	Meget høj	
5%	Ledelse	1					0,05
20%	Aktiver: Branche/produkter	1					0,2
5%	Strategi		2				0,1
12%	Landerisici			3			0,36
13%	Operating Leverage		2				0,26
20%	Finansiell Leverage				4		0,8
5%	Investeringers likviditet		2				0,1
5%	Adgang til kapital		2				0,1
1%	Partnere	1					0,01
6%	Andre risici fx valuta			3			0,18
8%	Cash flow stabilitet		2				0,16
100%							2,32
Kilde: Egenberegning							

Risici på selskabets aktiver er vægtet ud fra de gældende markedsvilkår i branchen samt de nuværende fremtidsudsigter. Fremtidsudsigterne for ISS er afhængige af den generelle udvikling i branchen, herunder udlicitering hos private og offentlige virksomheder, tilgængelig arbejdskraft, konkurrencesituation m.m. Dette parameter vurderes som værende af lav risiko grundet ISS' markedsposition og generelt positive fremtidsudsigter.

Landerisici vægtes på baggrund af ISS' store afhængighed af udviklingen i Europa, mens vækstmarkederne udgør en mindre del af den samlede omsætning. Samtidig er ISS meget afhængig af vækstraten på vækstmarkederne, da disse i fremtiden skal udgøre en større andel af omsætningen, og dermed bidrage mere til den samlede vækstrate. Risikovurderingen af dette parameter er gennemsnitlig, da ISS på den ene side forsøger at sprede sine investeringer, og dermed sin afhængighed af ét eller få landes omsætning, men stadig er meget afhængig af omsætningen i få lande.

Den finansielle gearing er klart det vigtigste parameter i modellen, da den udover en høj vægt også har en høj risikovurdering (4). Ved de øvrige metoder er omregningen fra gearet til ugearet beta udelukkende baseret på gældsgraden. Fordelen ved kvalitativt beta er, at der kan indregnes en yderligere 'risikopræmie', i de enkelte faktorer, som investorer i egenkapital vil kræve, hvis gældsgraden når et vist niveau. Netop grundet ISS' høje gælds niveau sammenlignet med peer-gruppen er dette en god egenskab ved modellen.

Til sidst fastsættes parameteret for ISS' risici, så det endelige beta og variansintervallet kan fastsættes. I data fra peer gruppen blev det fastslået at de sammenlignelige selskabers gennemsnitlige ugearede beta var 0,56¹⁴⁴. Det lave beta vidner om en særdeles sikker forretning og drift blandt de store selskaber i branchen. Parameteret sættes til 0,5 i modellen, hvilket næsten svarer til peer gruppens ugearede beta. Dette giver et beta-interval mellem 0,5-2 og et kvalitativt beta på 1,16. Estimerne afspejler dermed, at der er tale om en selskabsspecifik risiko, som ligger over markedets gennemsnitlige risiko, grundet den høje vægtning af finansiell risiko. Samtidig stemmer intervallet overens med de fundne beta værdier i peergruppen, hvor det højt gældssatte Rentokil topper med gearet beta 1,40 og Serco har lavest ugearet beta på 0,48. Serco operer med lange kontrakter, da de leverer ydelser og infrastruktur til bl.a. militæret, hvorfor driften ikke er så påvirket af konjunkturerne som i de andre selskaber.

At ISS' estimer for beta og variansintervallet stemmer overens med peer gruppen er en naturlig konsekvens af valget af parameter. Et ændret parameter kunne derfor have givet følgende værdier for ISS' beta;

Tabel 24: Parameter-sensitivitet			
	min β	β	max β
Parameter			
0,33	0,33	0,77	1,32
0,4	0,4	0,93	1,6
0,5	0,5	1,16	2
1	1	2,32	4

¹⁴⁴ Da ugearet beta også kaldes driftsbeta, anvendes dette som parameter for risici på driften. Fernandez anbefaler, at vælge et parameter, der afspejler et selskabs minimum og maksimum betaværdier indenfor branchen, hvilket 0,50 gør.

Gearet beta på 1,16 for ISS svarer til ugearet beta på 0,57 ud fra D/E på 1,4, og er dermed meget sammenlignelig med estimatet ved bottom-up metoden. Den væsentlige forskel ved de metoder er, at hvor bottom-up beta er fundet ud fra peer-gruppens gearede beta, er det kvalitative beta fundet ud fra hvordan en potentiel investor i egenkapitalen ville vurdere risici i ISS.

De to ugearede estimater er derfor ikke helt sammenlignelige, da beta hos peer-gruppen ikke har indregnet eventuelt højere afkastkrav ved høj gældssætning som ved ISS, da gælden her ikke har samme risiko.

Udvælgelse af beta for ISS.

Baggrunden for at anvende flere metoder til estimeringen af beta, er at finde det mest korrekte risikomål til værdiansættelsen af ISS. Regnskabsbeta er allerede fastslået som værende ugyldigt i denne analyse, hvorfor valget er mellem bottom-up metoden, hvor peer gruppens beta blev anvendt til at finde ISS' beta, og kvalitativt beta hvor forskellige faktorer blev vægtet i forhold til selskabsspecifikke egenskaber ved ISS. De to metoder adskiller sig ved at bottom-up omregner fra gennemsnitligt ugearet peer beta til gearet beta, mens der ved den kvalitative metode omregnes fra gearet til ugearet beta.

Historiske overvejelser

Ud fra den kendte information om ISS' beta i perioden op til overtagelsen, er det det kvalitative beta¹⁴⁵, der indfanger selskabets driftsrisici mest præcist (0,57 i 2005). I disse overvejelser er det værd at bemærke, at markedsudviklingen i perioden 2000-2005 har været anderledes sammenholdt med 2007-2012, mens ISS som selskab også har ændret sig, hvorfor det ugearede beta for ISS sagtens kan formodes at være ændret. Angående ISS' beta i perioden 2000-2005 bemærkes det, at ISS først i 2004 for alvor begyndte at gældssætte sig for at vokse. Data fra den fem-årig periode kan derfor have undervurderet ISS' risici, eftersom der kun har været et års data, hvor den nye kapitalstruktur har været indregnet i beta.

Analyseres peer gruppens beta for perioden 01/01/2000-01/01/2005¹⁴⁶ ses et højere gennemsnitligt beta (1,15), der resulterer i et ugearet beta for de fire selskaber på 0,77, hvilket viser en højere risiko på selskabernes drift end i perioden 2007-2012¹⁴⁷. Ud fra denne information er det fristende at tro, at ISS' driftsbeta også er faldet. Forskellen mellem de to perioder er i midlertid, at selskaberne i peer-gruppen har forsøgt at vokse mere markant i denne periode end ISS, hvorfor sammenligningsgrundlaget ikke er godt. Ændringen i den underliggende forretning er ikke sammenlignelig i perioderne¹⁴⁸.

Udviklingen i ISS' drift har i perioden 2007-2012 ikke været markant anderledes end de sammenlignelige selskabers, om end virksomhedsopkøb har foregået i et relativt større omfang. Typisk for de tre selskaber er, at de alle har forsøgt at positionere sig på vækstmarkeder gennem opkøb tidligere end ISS, hvorfor de selskaber er modnede, hvilket medfører lavere risici på driften. Derudover er selskaber med lav gæld i modnede brancher såkaldte defensive aktier, hvilket medfører lavere relative stigninger og fald ved markedsbevægelser. Det kan forklare dele af det over perioden ændrede beta for peer-gruppen.

¹⁴⁵ Omregnet ved samme metode: $1,16 / (1 + 0,75 * 1,4) = 0,57$

¹⁴⁶ Compass plc blev først børsnoteret som selvstændigt selskab på LSE i februar 2001, hvorfor data er fra denne dato.

¹⁴⁷ Information fra årsrapporter og Datastream. Faldende aktiekurser i perioden 2000-2005 har medført et højere D/E forhold hos selskaberne sammenlignet med 2011.

¹⁴⁸ Yderligere eksemplificeret i Rentokils gearede beta (ikke indregnet i gennemsnit), der i 2000-2005 er på kun 0,30, hvorimod Sercos er 1,40.

Siden overtagelsen af ISS er gælden i selskabet vokset, mens egenkapitalen også er antaget højere (25,1 mia.). Forholdet mellem disse er på samme niveau som i 2005, hvilket er en væsentlig faktor for det sammenlignelige beta estimat. Var værdien af egenkapitalen lavere, ville det udmønte sig i et endnu lavere beta på driften jf. ligning 9 ud fra den kvalitative metode. Samtidig må det formodes, at potentielle (aktie)investorer i ISS vil iagttage selskabets gældsgrad, og dermed forvente et højere afkastkrav på egenkapitalen gennem gearet beta, da aktieinvestorer vil være bekymrede for den høje gæld.

Udvælgelse af metode

I tabel 25 er de tre metoder opridset med fordele og ulemper samt beta på driften.

Tabel 25: Metodevalg			
Metode	Fordele	Ulemper	Ugearet beta
Bottom-up beta	Viser branchens risiko i forhold til markedet. Flere anvendelsesmuligheder	Afhænger af sammenlignelig driftsrisiko og antal selskaber Vil afhænge af antagelser om beta på gæld	0,56
Regnskabsbeta		Ekstremt afhængig af periode og data Afhængig af regnskabsmetode Problemer med skiftende overskud (negativ/positiv)	-0,39
Kvalitativt beta	Yderst subjektiv Kræver indsigt i selskabet Enkel at justere og tilpasse ændringer fremadrettet Kræver ikke restriktive antagelser på gæld	Yderst subjektiv Kræver indsigt i selskabet	0,57

Ud fra analysen vælges det kvalitative betaestimat som ISS' selskabsspecifikke risikomål. Forskellen i betaestimerterne lille, men det kvalitative betaestimat indfanger den eventuelle risiko, som en aktieinvestor er opmærksom på ved højt gældssatte selskaber, da en sådan investor vil være residualafkast-aflønnet. Modellen er desuden ikke afhængig af antagelser på beta på gælden, for at producere gearet beta.

ISS' beta viste før opkøbet af kapitalfonden en mindre driftsrisiko end hos peer-gruppen, hvilket ikke længere er gældende, grundet de store ændringer i forretningen blandt selskaberne. Desuden er omregningen af gearet/ugearet beta for ISS ændret, da den anvendte skattesats er 0,25 i dag, men var 0,30 i perioden 2000-2005. Lavere skattesats medfører lavere ugearet beta ud fra ligning 13.

Beta på gæld

Et ugearet beta på 0,57 giver ISS et gearet beta på 1,16 ud fra et D/E forhold på 1,4, hvilket anvendes i værdiansættelsen. Estimatet er marginalt højere end i 2005, hvilket skyldes en ændring i skattesatsen, da gældsgraden er uændret. En fra forudsætningerne for anvendelsen af ligning 9 til omregning af beta fra gearet til ugearet, var at beta på gæld var risikofri. Fjernes denne antagelse, stiger ISS' ugearede beta fra 0,57 til 0,61 ved en beta på gæld på 0,1, jf. ligning 9. Antagelsen bidrager dermed til ISS' lave driftsbeta, og dermed sammenlignelighed med peers. Skal bottom-up metoden anvendes korrekt, er det nødvendigt, at estimere beta på gæld, da denne varierer mellem ISS og peer gruppen, som følge af ISS' *junk* rating, og de andre selskabers *investment grade* rating.

Anvendelsen af det kvalitative beta, synes mere korrekt, da ISS' gældsgrad er højere end peer-gruppens, og risikoen på gæld bliver derfor undervurderet ved bottom-up. Yderligere eksemplificeret vil omregning af beta ifølge ligning 9 give uanvendelige resultater, hvis beta på gæld for det undersøgte selskab, overstiger peer gruppens ugearede beta. Er dette tilfældet vil selskabets gearede beta være lavere end det ugearede, hvilket strider imod teorien bag ligningen. Ved værdiansættelse af LBO-cases skaber det problemer, da det ofte er modne selskaber med lavt beta, der gældssættes højt.

Kommentarer på beta

I den strategiske analyse blev det fastslået, at der er få store spillere på det internationale marked for ydelser, hvilket gør det det vanskeligt at finde selskaber som ISS. Når et af de sammenlignelige selskaber derfor udgår fra peer-gruppen, bliver det vanskeligere, at konkludere ud fra de resterende tre peers. Var betae-stimeringen i stedet foretaget ud fra hele branchens beta, havde det betydet et ugearet beta på 0,81 ud fra et gearet beta på 0,93¹⁴⁹. Driftsrisikoen er dermed højere i branchen, mens gældsgraden er markant lavere end i de udvalgte selskaber. På den baggrund virker den anvendte metode i opgaven godkendt, da størrelsen og forretningsmodellen medvirker en lavere risiko på driften i de anvendte selskaber, der alle er større end det gennemsnitlige selskab.

Rentokil blev fjernet fra peer gruppen, grundet historisk volatile afkast, som ikke længere er gældende. Her blev trade-off mellem utidssvarende estimerer og for kort estimeringsperiode udstillet, da Rentokils historiske beta ikke vil afspejle selskabets nutidige og fremtidige risici, hvis der ukritisk anvendtes månedsdata over en fem-årig periode. Her er forskel i beta estimatet på 0,30 (1,40->1,10) når antal observationer reduceres fra 60 til 36, hvilket også ses i det løbende beta, som falder efter 2009.

Slutteligt må det bemærkes, at det er vanskeligt, at determinere hvad den sande værdi af beta er, da der er flere forskellige metoder for estimeringen. Det samme gælder for beta for børsnoterede selskaber. Det handler derfor om at komme tættest på den ikke observerbare sande værdi. I opgaven er beta estimeret ud fra kvalitativ metode og afkast fra sammenlignelige selskaber primo hver måned over en femårig periode. Estimeres der fra medio/ultimo giver det ikke samme beta for peers, fx er Sodexos beta fra 15/1-2007-15/1-2012 0,87 mod 0,80 ved primo metoden. Dermed en forskel på 0,07 i gearet beta ved at flytte målingsdagen 14 dage. Dette bidrager til usikkerheden omkring estimatets gyldighed, om end 0,87 ligger indenfor et 95 % konfidensinterval af de 0,80 og omvendt. Anvendelsen af beta fordrer dermed stor varsomhed med de accepterede estimerer for parameteret, både for private og børsnoterede selskaber. Estimatet vil kun være så godt som de data, der anvendes i estimeringen.

¹⁴⁹ Damodaran - Branchebeta (2012) (amerikanske selskaber)

Værdiansættelse af ISS

På baggrund af den indsamlede information skal ISS værdiansættes. Dette sker med udgangspunkt i CAPM, hvor beta sammen med de endnu ukendte parametre markedets risikopræmie (MRP) og risikofri rente (R_f) giver det krævede (forventede) afkast på ISS' egenkapital. Afkastet anvendes senere i værdiansættelsen til at bestemme selskabets kapitalomkostninger i de valgte værdiansættelsesmodeller.

Forventede afkast

Ud fra CAPM-ligningen skal en investors forventede afkast findes. Tidligere er beta blevet estimeret, hvorfor de manglende komponenter i ligningen er R_m og R_f .

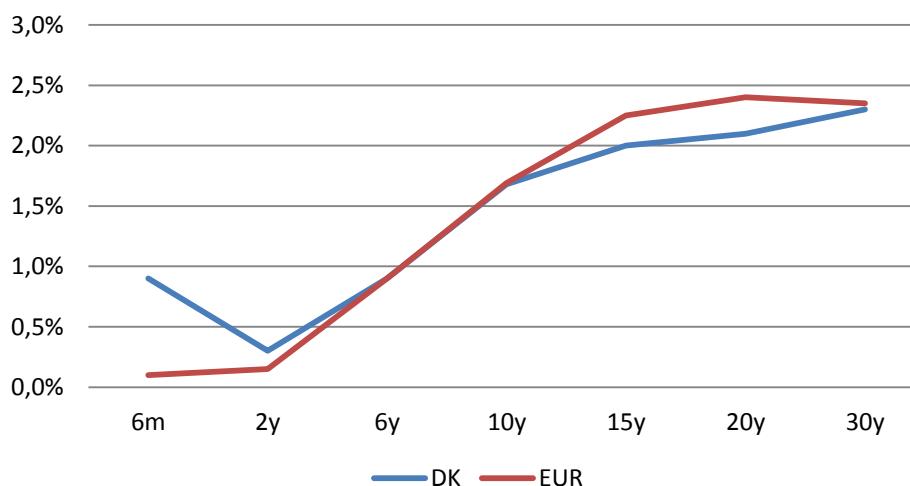
$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f], (7)$$

Risikofri rente

Den risikofri rente er et begreb, der beskriver afkastet på en risikofri investering. Oftest sættes R_f som værende lig med afkastet på en meget likvid AAA-rated statsobligation med samme løbetid som den påtænkte investering. R_f er dermed ikke en fast størrelse, og spørgsmålet om hvorvidt noget aktiv er risikofrit er blevet aktuelt som følge af S&Ps nedgradering af USA's kreditværdighed. Yderligere er de effektive renter på statsobligationer udstedt af lande i *safe-havens* faldet dramatisk, som følge af den finansielle ustabilitet de senere år, hvilket betyder lavere alternativ afkast på en risikofri investering.

Vælges 10-årige statsobligationer vil danske og tyske statsobligationer være oplagte emner. Da likviditeten i Bunds¹⁵⁰ er højere end i tilsvarende danske obligationer, er afkastet på disse mere anvendeligt. De to landes renteniveauer følges dog meget pænt ad, hvorfor valget udelukkende ville baseres på likviditet, illustreret i figur 16:

Figur 16: Rentekurver



Kilde: Thomson Reuters Eikon, marts 2012

Historisk er den 10-årige rente meget lav, hvilket skyldes, at investorer i stedet for at holde mere usikre værdipapirer, flokkes om de landes statsobligationer, der fortsat regnes for meget sikre. Dette bevirker yderligere, at disse værdipapirer ikke har beta på 0.

¹⁵⁰ 10-årige tyske statsobligationer

Hvis den 10-årige tyske statsobligation vælges som R_f vil renten på dette være 1,65 %¹⁵¹. Dette skyldes som nævnt ubalancer og usikkerhed på de finansielle markeder, og er lavere end den forventede inflation over de ti år.

Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie, MRP, er forskellen mellem det forventede afkast på markedet, $E(R_m)$, og R_f . Det forventede markedsafkast er det forventede afkast af alle aktiver på markedet, hvilket, ligesom i estimeringen af beta, indebærer et valg af proxy for markedet grundet mangel på information. Da det er det forventede afkast, er det ikke muligt at observere den faktiske MRP. Flere konsulentvirksomheder og akademikere udarbejder spørgeskemaer blandt markedsdeltagere, hvilket giver indikationer om niveauet for det forventede markedsafkast. Ofte anvendes de historiske markedsrisikopræmier¹⁵², da der ikke er nogen universelt accepteret metode til at estimere MRP¹⁵³. Anvendes denne metode for de seneste 40 år af afkast fra MSCI World og 10-årige tyske statsobligationer er den geometriske gennemsnitlige MRP 4,76 %¹⁵⁴, hvilket stemmer overens med en forventet MRP mellem 4,5 og 5,5 %.

Justering af parametre

De fundne parametre der anvendes i CAPM har væsentlige konsekvenser for den endelige estimerede egenkapitalværdi for ISS. Hvis de fundne R_m og R_f anvendes, vil det være lig med et afkastkrav på egenkapital på 7,17 %, hvilket er lavt. De lave R_m og R_f vil også betyde, at stort set samtlige aktier er undervurderede, og at man som investor burde købe aktier og vente på at markederne igen stiger. Dette er en fejlslutning ud fra den efficiente markedshypotese. I stedet vil modellens input revurderes, i forhold til den nuværende markedssituation.

De tre input i CAPM er R_m , R_f og beta. Beta er gennemgået udførligt tidligere, hvorfor der ikke justeres i dette. R_f kan derimod justeres, da parameteret som nævnt er 'kunstigt' lavt som følge af usikkerhed på de finansielle markeder. Den risikofri rente udgøres i litteraturen som den reale risikofrie rente, r^* , tillagt forventet inflation over perioden, IP ,¹⁵⁵:

$$R_f = r^* + IP, (14)$$

Den forventede gennemsnitlige inflation over de kommende 10 år i Tyskland, Storbritannien og USA ligger mellem 2,50-2,9 %¹⁵⁶. Derfor handles statsobligationer med lavere effektive renter og samme løbetid altså til negativ realrente grundet stor finansiell usikkerhed.

I stedet for tyske statsobligationer er det muligt, at anvende den effektive rente på amerikanske indekserede statsobligationer, I-bonds¹⁵⁷, som pt. giver en rentebetaling på 3,06 % og altid handles til *face-value*¹⁵⁸. Da obligationerne altid handles til *face value*, er der ingen korrelation med markedet og et beta lig nul. Siden en rente på 1,65 % vil være lav set med henblik på den indregnede inflation i ISS' omsætning, vælges

¹⁵¹ Pr. 1. marts 2012

¹⁵² Såfremt den generelle risikoaversion hos investorer ikke er ændret i perioden kan metoden anvendes, se note 140

¹⁵³ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 242

¹⁵⁴ Gecodia: Historiske kurser for tysk Bund (2012), og Datastream på baggrund af $(\Pi_{t=1}^T \frac{1+r_m(t)}{1+r_f(t)})^{1/T} - 1$.

¹⁵⁵ Ehrhardt & Brigham side 169

¹⁵⁶ Bloomberg – ILBE – april 2012

¹⁵⁷ Amerikanske obligationer som private har mulighed for at købe elektronisk for tilgodehavender fra staten.

¹⁵⁸ Amerikanske Finansministerium: I-bonds (2012)

den risikofri rente at sættes til 3,06 %, på trods af at en alternativ risikofri investering forrentes til 1,65 %. Når forventede pengestrømme til selskabet indeholder inflation skal inflationen også indgå i diskonteringsfaktoren igennem den risikofri rente. Såfremt inflationen ikke indgår i diskonteringsfaktoren, vil denne blive for lav, og den estimerede værdi af pengestrømmene for høj¹⁵⁹.

Den forventede markedsrisikopræmie blev fundet som den historiske forskel mellem afkastet på en proxy for markedsporteføljen og afkastet på risikofri obligationer. Dette er historiske værdier, som på sin vis er modsat korrelerede, betydende at når markedsafkastet stiger, falder afkastet på det risikofri aktiv. Konsekvensen af denne situation er, at selvom der over tid udjævnes et pænt gennemsnit i afkastene, er det ikke anvendeligt, når der, som i disse år, er stor usikkerhed på de finansielle markeder. Hvis usikkerhed udtrykkes som risiko, vil den øgede risiko, ifølge CAPM, føre til et højere afkastkrav på risikofyldte investeringer, hvorfor aktiemarkederne falder til lavere niveauer. Ud fra denne tese vil et højere afkastkrav end 4,76 % skulle anvendes. Som tidligere nævnt formodes MRP at ligge i niveauet 4,50-5,50 %, og grundet den store usikkerhed vælges den højeste mulige sats i intervallet 5,50 %. Dermed opnås en væsentlig højere risikopræmie, der er mere aktuell, set ud fra den efficiente markedshypotese¹⁶⁰.

Afkastkrav til ISS' egenkapital

Fra de fundne værdier er det nu muligt, at finde det krævede afkast på investeringer i ISS, $E(R_i)$ ved hjælp af CAPM:

$$9,44\% = 3,06\% + 1,16 \times 5,5\%$$

Dette relativt lave kapitalkrav vidner om en sikker forretning. I et historisk perspektiv er den lave risikofrie rente og markedsrisikopræmie dog medvirkende til det lave afkastkrav, mens det ydermere påvirkes af en investering, som i forhold til markedsproxyen vurderes som relativ mere sikker.

Afkastkrav på gæld

Investorers afkastkrav på at investere i gæld fra ISS indgår i selskabets kapitalomkostninger, og findes ud fra ligning 15:

$$E(R_d) = (R_f + \text{risikopræmie}) \times (1 - t), (15)$$

Risikopræmien er markedets afkastkrav for at investere i gælden frem for R_f , og typisk afhængig af den rating som selskabet har, samt den underliggende sikkerhed rentebetalingerne er garanteret med. Den risikofri rente er identisk med den anvendte i afkastkravet til egenkapitalen, mens risikopræmien findes ud fra det nuværende *default rate spread* på en BB+-rated fastforrentet obligation. ISS' rating er B, hvilket er en lavere rating end BB+, men det forventes, at en ændret kapitalstruktur vil forbedre bedømmelsen af ISS' evne til at tilbagebetale dens obligationer. ISS vil også have mulighed for at udstede variabelt forrentede obligationer, der på nuværende tidspunkt vil give lavere rentebetalinger, hvis de bindes til seks måneders EURIBOR/LIBOR + risikopræmie. En væsentlig ændring i renteniveauet vil dog kunne påvirke ISS' indtjening

¹⁵⁹ Anvendelsen af en samlet risikofri rente sker på baggrund af valget om at værdiansætte ISS som en samlet koncern, da data for de enkelte regioner ikke er tilgængelige. Havde data været tilgængelige, kunne der være fundet adskillige risikofrie renter og dermed kapitalomkostninger på hvert enkelt geografisk område, der ville afspejle afkastkravet mere præcist.

¹⁶⁰ Fernandez, Pablo (2011)

væsentligt, da den antagne udstedelsesværdi vil være høj. Faste rentebetalinger antages derfor som mest hensigtsmæssigt for selskabets drift.

En fastforrentet obligation med call vil ydermere give mulighed for *refunding*¹⁶¹, i tilfælde hvor renten falder, og obligation handles over pari, og giver dermed ISS flere muligheder for styring af gælden. Typisk vil en indbygget call-option resultere i et rentetillæg¹⁶², som konsekvens af reinvesteringsrisiko for investorer. Alternativt kan call-kursen fastsættes over 100. Det antages, at ISS ønsker lavest mulige renteudgifter på nye obligationer, hvorfor call-kursen sættes over 100, som på to af deres udestående obligationer i dag¹⁶³.

På nuværende tidspunkt er markedspræmien på en BB+ rated virksomhedsobligation på 375bp¹⁶⁴ over den risikofri rente, hvilket, ud fra antagelsen om ændret kapitalstruktur, giver afkastkravet på gælden som:

$$5,11\% = (3,06\% + 3,75\%) * (1 - ,25)$$

Vægtede kapitalomkostninger

Med kapitalkravet på egenkapital og gæld fundet er det muligt at finde ISS' vægtede kapitalomkostninger, det vil sige afkastkravet til leverandørerne af kapitalen. Efter ændringen i kapitalstrukturen har ISS en samlet gennemsnitlig balancesum på 52 mia., hvoraf egenkapitalen udgør 15,4 mia. efter emissionen. For at finde WACC anvendes dog ikke den samlede balancesum, men i stedet markedsværdier for gæld og egenkapital. Da markedsværdien for egenkapital ikke er fundet endnu, bruges den tidligere antagne værdi på 25,1 mia.¹⁶⁵, hvilket giver følgende ligning:

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times E(R_e) + \frac{D}{D+E} \times E(R_d) = 7,67\% = \frac{25100}{42481} \times 9,44\% + \frac{17381}{42481} \times 5,11\% , (16)$$

Dette er forrentningsgraden ISS skal leve op til for at kunne dække selskabets leverandører af kapital, og derfor diskonteringsfaktoren i værdiansættelsesmodellen der anvendes¹⁶⁶.

Værdiansættelse af ISS

Med selskabets fundne kapitalomkostninger og budgetteringer færdiggjort er det nu muligt, at værdiansætte ISS. Den valgte værdiansættelsesmetode er indirekte, hvilket betyder, at værdien af hele selskabet findes, hvorefter de finansielle forpligtelser fratrækkes for at finde markedsværdien af egenkapitalen. Da en væsentlig forudsætning for værdiansættelsen er en ændret kapitalstruktur, vil en værdiansættelse baseret på APV også præsenteres.

Ud fra casen er det besluttet, at anvende Free Cash-Flow to Firm(FCFF) som værdiansættelsesmodel. ISS' aktiver udgøres blandt andet af en stor mængde immaterielle aktiver, der, for at sikre værdiansættelsens forudsætninger var overholdt, blev fjernet. Denne balancejustering bevirker samtidig, at en værdiansættel-

¹⁶¹ Call af nuværende obligationer og udstedelse af nye med lavere pålydende rente - Ehrhardt & Brigham side 154

¹⁶² Ehrhardt & Brigham side 150

¹⁶³ Ved værdiansættelse antages et fast niveau for renten, hvorfor inkluderingen af optionen er inkluderet for realisme, og ikke fordi der forventes nogle ændringer i den anvendte k_d for ISS

¹⁶⁴ Damodaran - Ratings (2012)

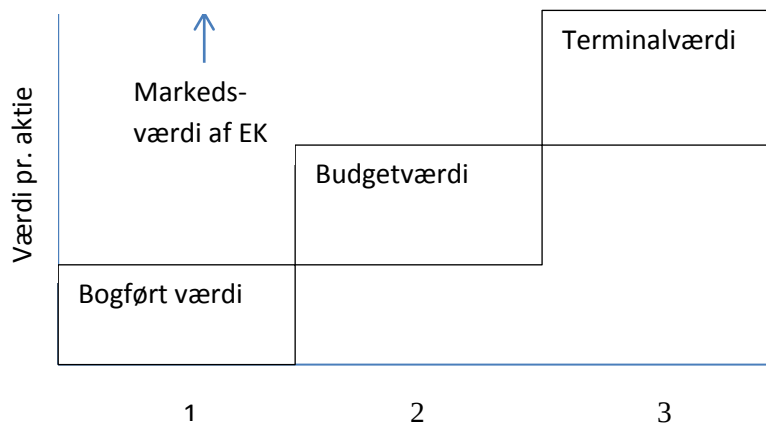
¹⁶⁵ Bemærk forskellen ved beregning af gæld. Ved risikomål er det total gæld, mens det her er den rentebærende.

¹⁶⁶ Wacc i 2012 er som følge af højere finansielle forpligtelser over året 8,1 %. Det er ikke muligt at ændre i egenkapitalværdien i wacc, men den øgede risiko på gælden ændrer afkastkravet på denne til 6,8 % efter skat.

se på baggrund af balanceværdier (fx RIDO) ikke vil være hensigtsmæssig, da sammenligningsgrundlaget er ændret og balancen inklusive immaterielle aktiver ikke opfylder kravene omkring *steady state*.

Fordi det i budgetteringen blev fastslået, at der forventes en konstant vækstrate i FCF på 3,50 % efter budgetperioden er der tale om en case 2, hvilket netop indbefatter en konstant vækstrate efter budgetperioden¹⁶⁷. Ved værdiansættelser foretrækkes det, at forankre selve værdiansættelsen i hvad man ved. Dette kan illustreres i figur 17, der gælder for værdiansættelser baseret på balanceværdier:

Figur 17: Egenkapitalens værdi



Kilde: Elling & Sørensen (2005)

Hvor den bogførte værdi er sikker, mens budgetperioden er mere usikker og hvor den langsigtede forecast er et særdeles spekulativt element i værdiansættelsen. Optimalt er det dermed hvis en stor andel af den estimerede værdi ligger i kasse 1 og 2.

Free Cash-Flow to Firm

For at finde FCF er der tre anvendelige metoder:

1. $FCF = DO - \Delta NDA$
2. $FCF = NFO - \Delta NFF + d$
3. Reformulering af pengestrømsopgørelsen

Det er valgt at benytte første metode, der vises i tabel 26 inklusive immaterielle aktiver. Nedskrivninger er antaget til nul, hvorfor ΔNDA er den samme som uden immaterielle aktiver. I bilag 11 vises FCF fundet ved metode 2.

Tabel 26: Frit cash-flow						
FCF	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
DO	2580	3049	3350	3530	3697	3829
NDA	32763	32842	32921	32993	33065	33137
NDA-1	32753	32763	32842	32921	32993	33065
ΔNDA	10	79	79	71	72	72
FCF	2570	2970	3270	3459	3625	3756

Kilde: Egenberegning

¹⁶⁷ Case 1 = ingen vækst efter budgetperioden, Case 3 = voksende vækst i FCF efter budgetperioden

Den store stigning i FCF sker på baggrund af øget omsætning og lavere effektiv skattesats. NDA er negativ fordi den vises uden immaterielle aktiver. Den lave investering i NDA er grundet det lave investeringsbehov i driften, efter afskrivninger. Herefter tilbagediskonteres de enkelte år til 2012 ved hjælp af følgende ligning:

$$V_0^{NDA} = \frac{FCF_1}{WACC^1} + \frac{FCF_2}{WACC^2} + \frac{FCF_3}{WACC^3} + \frac{FCF_4}{WACC^4} + \frac{FCF_5}{WACC^5} + \frac{CV}{WACC^5} - V_0^{NFF}, (17)$$

Hvor CV er alle fremtidige diskonterede FCF fra slutningen af budgetperioden

$$\text{Dette giver en værdi på } 78,12 \text{ mia} = \frac{2970}{1,081^1} + \frac{3270_2}{1,0767^2} + \frac{3459_3}{1,0767^3} + \frac{3625_4}{1,0767^4} + \frac{33756_5}{1,0767^5} + \frac{(3756 \cdot 1,035)}{(0,0767 - 0,035)}$$

Hvorefter NFF på 30,68 mia. skal fratrækkes. Sammenlagt giver det en egenkapitalværdi på 47,4 mia. Værdien er fordoblet sammenlignet med børsprospektet i forbindelse med emissionen i 2011, hvor egenkapitalværdien blev vurderet mellem 23,3 og 26,8 mia.. Egenkapitalværdien er højere end i børsprospektet af to grunde:

1. Forbedrede tal for organisk vækst og indtjening.
2. Ved børsnoteringer gives der traditionelt mellem 10-30 % rabat for at tiltrække investorer¹⁶⁸. En konsekvens ved dette er at vægtene i WACC ikke stemmer overens med værdi af fremtidige FCF.

Mens den fundne værdi ikke er sammenlignelig med IPO-prisen i 2011, er den ca. 3 mia. højere end hvad G4S i 2011 bød for ISS (44 mia.). Sammenholdes estimerne må G4S' bud betegnes som meget passende, ud fra antagelserne i opgaven. Den estimerede værdi er næsten identisk med de 48 mia. kapitalfonden Apax Partners bød for ISS i slutningen af 2010.

Værdiansættelse ved APV

Værdiansættelse ved Adjusted Present Value metoden sker ved at adskille indkomst fra driften og indkomsten fra finansieringen. APV metoden er som nævnt mere anvendelig, når et selskab har en ikke-konstant gældsgrad, eller der forventes ændringer i kapitalstrukturen. Forskellen mellem FCFF og APV er, at selskabets kapitalomkostninger på egenkapital og gæld er indfanget i WACC, mens det er opdelt på drift og finansiering i APV.

Formlen for værdien af et selskab efter APV-metoden ses i ligning 18:

$$APV = EV + PV_{ts}, (18)$$

Enterprise Value (EV) findes som før ved at diskontere fremtidige FCF, dog med en undtagelse i form af at det er ugearet afkastkrav på egenkapital, som skal anvendes. ISS' afkastkrav til egenkapitalen var 9,44%, hvilket skal omregnes til k_u , ved hjælp af formlen:

$$E(R_e) = E(R_u) + \frac{D}{E} * (E(R_u) - E(R_d^{169})), (19)$$

¹⁶⁸ PWC: TS Insights (2010)

¹⁶⁹ $E(R_d)$ er i APV før skat, hvorfor de 5,11 %, skal omregnes. Afkastkravet på gæld i APV er derfor 6,81 %.

Formlen er valgt, da det er antaget, at ISS' gæld vil vokse når virksomheden vokser¹⁷⁰. Anvendes den budgetterede gæld i 2012, samt den antagne egenkapitalværdi på 25,1 mia., giver det følgende ligning:

$$9,44\% = 8,36\% + \frac{17,38}{25,1} \times (8,36\% - 6,81\%)$$

Afkastkravet til ISS' ugearede egenkapital er derfor 8,36 %.

Værdi fra drift

I APV anvendes det ugearede afkastkrav til at finde værdien af selskabet såfremt det var fuldt egenkapitalfinansieret, hvorfor FCF i denne model er identisk med FCFF-modellen.¹⁷¹

Værdien fra driften findes dermed som før via tilbagediskontering af FCF i budgetperioden tillagt CV af FCF efter budgetperioden:

$$66,88 \text{ mia} = \frac{2970}{1+9,0\%^{172}} + \frac{3270}{1+8,36\%^2} + \frac{3459}{1+8,36\%^3} + \frac{3625}{1+8,36\%^4} + \frac{3756}{1+8,36\%^5} + \frac{3756 \cdot 1,035}{0,0836 - 0,035}$$

Da gælden er budgetteret, er værdien af skatteskjoldet til at beregne, såfremt risikoen på dette sættes til risikoen og dermed afkastkravet på driften, hvilket er en antagelse ud fra ligning 19¹⁷³.

Værdi fra finansiering

Sidste komponent i ligning 18 er skatteskjoldet. Ud fra ligning 18 ses det at værdien af skatteskjoldet tillægges værdien af enterprise værdi for at finde et selskabs værdi. Baseret på ligningen burde et selskab derfor låne det maksimale beløb muligt, da værdien af skatteskjoldet dermed maksimeres. I virkelighedens verden ses dette dog sjældent af flere grunde. For ISS kan det specifikt nævnes at højere gældssætning ikke har den ønskede effekt grundet begrænset fradragsret for finansielle omkostninger, samt en universalt gældende faktor, konkursomkostninger.

Skatteskjoldet øger selskabets egentlige indtjening, da renteomkostninger er fradragsberettigede i forhold til eventuelle overskud. Oprindeligt blev rentefradrag brugt som en motivation til at foretage investering for virksomheder, men flere virksomhedsovertagelser ved LBO-metoden gjorde, at det fra politisk side blev vedtaget at sætte en grænse for fradragsretten, for at begrænse anvendelsen af skatteskjold.

I proforma-budgettet blev ISS' rentebetalinger efter en emission fundet, hvilket gør udregningen af skatteskjoldet enkel, da skattesatsen blev antaget til at være 25 %. Diskonteringsfaktoren på skatteskjoldet antages at være lig afkastkrav på driften, da D/E forholdet antages at være konstant i fremtiden.

Konsekvensen af ISS' høje gældssætning er endnu ikke indregnet, hvilket ville give en for høj værdi, hvorfor konkursomkostninger skal indregnes i værdien. Metoderne til at finde konkursomkostningerne er adskillige, og i dette tilfælde er det valgt at reducere værdien af skatteskjoldet med den kumulative sandsynlighed for

¹⁷⁰ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 126

¹⁷¹ Fernandez, Pablo side 38

¹⁷² Diskonteringsfaktoren er igen højere i 2012, grundet højere NFF gennem året.

¹⁷³ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 125

konkurs¹⁷⁴. Ved APV inddeles værdien i et selskab i værdi fra drift og gæld, og fordi konkursrisikoen stammer fra gældssiden, er det værdien fra denne der reduceres.

ISS er på nuværende tidspunkt ratet B af S&P, hvilket historisk medfølger følgende sandsynligheder:

Tabel 27: Konkursandsynligheder					
Rating/år	1	2	3	4	5
Baa	0,18%	0,49%	0,91%	1,40%	1,93%
Ba	1,17%	3,19%	5,58%	8,12%	10,40%
B	4,55%	10,43%	16,19%	21,26%	25,90%
Kilde: Hull, John (2012) side 522					

Som tidligere antaget vil ISS opgraderes af kreditbureauerne fra B->BB+(Baa) efter den antagne emission, hvorfor dette også skal udtrykkes i de kumulative sandsynligheder. Dette fører til reviderede nutidsværdier af skatteskjoldet set i tabel 28:

Tabel 28: Værdi af skatteskjold							
	NFF	Forventet r	Rentebetaling	Skatteskjold	Diskonteringsfaktor (8,36%)	NV af Skatteskjold	Reduceret med konkursandsynlighed
2012	24031	5,16%	1653	413	0,91	380	363
2013	17381	5,14%	1191	298	0,85	254	241
2014	17380	5,11%	1184	296	0,78	233	220
2015	17380	5,10%	1182	295	0,72	214	202
2016	17379	5,07%	1175	294	0,66	197	184
Sum af budgetperiode							1203
Terminalværdi						4183	3912
Værdi af skatteskjold							5122
Kilde: Egenberegning							

Herefter er beregningen af ISS' værdi ligetil. Med de fundne input til ligning 18 fås følgende:

$$EV_{ISS} = 66,88 + 5,12 = 72 \text{ mia}$$

Egenkapitalværdien findes ved at fratrække NFF₀, og giver følgende:

$$EK_{ISS} = 72 - 30,68 = 41,32 \text{ mia}$$

I teorien burde værdien af ISS ved FCFF og APV være den samme, hvilket ikke ses i dette tilfælde. Ved FCFF-metoden anvendes skatteskjoldet implicit gennem forholdet D/E og afkastkravet på gælden, mens APV beregner nutidsværdien af hvert skatteskjold i budgetperioden på budgetterede renteomkostninger, og herefter reducerer dem med konkursandsynligheden. APV-metoden er derfor mere præcis på værdiansættelsen af gæld.

Tilbagediskonteringen af FCF er påvirket af de to forskellige diskonteringsfaktorer. Da der er anvendt en proxy for egenkapitalværdien, der er mindre end de estimerede værdier, vil dette medføre forkerte diskonteringsfaktorer. Specielt diskonteringsfaktoren i FCFF synes lav, da værdierne er meget forskellige.

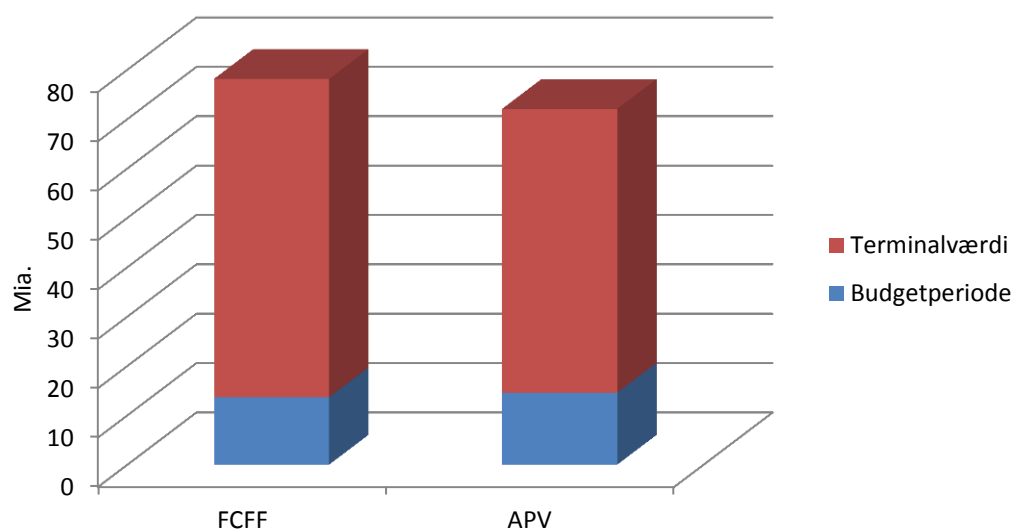
¹⁷⁴ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 126 – Fremgangsmåde: Skatteskjold-(Konkursandsynlighed*Skatteskjold)

Udvælgelse af værdiansættelsesmetode

Ud fra de to anvendte metoder, ligger estimerne af egenkapitalværdierne over den anvendte egenkapitalværdi på 25,1 mia., der er anvendt som antagelse igennem opgaven for markedets vurdering af ISS i 2011. Teoretisk skal begge modeller give samme resultat. Grunden til det ikke sker her, er fordi der er antaget ændring i kapitalstruktur, hvilket ikke indregnes på samme måde i de to modeller.

Inden værdiansættelsen blev det fastslået, at mere sikre værdier vægtes højere end værdierne i terminalperioden. I FCFF udgør de budgetterede værdier 17,5 % af den samlede EV, mens den pågældende andel i APV metoden er 20,3 % illustreret i figur 18:

Figur 18: Enterprise værdi



Kilde: Egenberegning

Da skatteskjoldenes faktiske værdi er fundet ved hjælp af APV metoden, anvendes den estimerede værdi herfra som ISS' værdi, da andelen af den budgetterede værdi her er højst ud af samlet EV.

Iteration af funden værdi

I ligning 19 blev egenkapitalværdien antaget til 25,1 mia. for at kunne omregne ISS' afkastkrav på egenkapitalen og WACC. De fundne værdier overstiger denne med over 15 mia., hvilket bevirker et lavere afkastkrav på egenkapital, end der vil være på en egenkapitalværdi på 41,3-47,4 mia.. Petersen, Plenborg og Schöler anbefaler, at der foretages iteration for at komme frem til et anvendeligt estimat. Iterationen giver følgende værdier for egenkapitalen, når E ændres til forrige iterations egenkapitalværdi, og afkastkravet på egenkapital antages konstant.

Tabel 29: Iteration af egenkapitalværdi

	Oprindelig	1. iteration	2. iteration	3. iteration
D/E	0,69	0,42	0,47	0,46
$E(R_e)$	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%
beta	1,16	1,16	1,16	1,16
$E(R_u)$	8,36%	8,66%	8,60%	8,61%
$E(R_d)$	6,81%	6,81%	6,81%	6,81%
Egenkapitalværdi (mia.)	41,32	37,16	37,95	37,80

Kilde: Egenberegning

Fra iteration findes værdien dermed som 37,8 mia. ud fra afkastkrav på egenkapitalen på 8,61 %¹⁷⁵.

Udviklingen i ROIC i proforma regnskabet vil, jf. figur 12 og 13, medføre, at ISS skaber økonomisk værdi ud fra proforma regnskabet, da WACC er fundet til 8,25 %¹⁷⁶, og afkastet på den investerede kapital dermed overstiger kapitalkravet. Tillagt historiske nedskrivninger skaber ISS først økonomisk værdi i 2013, hvilket vil være den mest korrekte ROIC at anvende, da den måler al investering i ISS.

Det er ikke muligt at determinere hvorvidt ISS har skabt økonomisk værdi mens selskabet har været ejet af kapitalfonden, da det er nødvendigt at kende WACC for hvert år i opgørelsen, hvilket ikke er muligt ud fra fraværet af egenkapitalværdien uden aktieemission. Den anvendte WACC er forudsat en aktieemission i 2012, hvorfor input i CAPM og forventet afkast på gælden er ændrede i forhold til den hidtidige kapitalstruktur.

Fortolkning af værdiansættelsen

Efter at have fundet værdien af et selskab anbefales det, at resultaterne verificeres for at minimere risikoen for fejl¹¹⁵. Derfor udføres der i de følgende afsnit en sensitivitets- og scenarieanalyse samt en sammenligning af multiple.

Sensitivitetsanalyse

I udgangspunktet kan alle faktorer ændres, men det er her besluttet at analysere de faktorer, som betegnes at have størst usikkerhed omkring estimeringen. De opstillede forudsætninger kan udvikle sig både positivt og negativt, og påvirkningen på ISS' estimerede egenkapital vil derfor blive belyst.

APV

Inden sensitivitetstesten anvendes på ISS' værdi, testes de enkelte dele i APV metoden. Ved mindre justeringer ($\pm 5\%$) i β , R_f , MRP og $E(R_d)$ vil værdien af egenkapitalen ændres, hvilket ses i tabel 30:

Tabel 30: Egenkapitalværdiens spænd					
Rf	β	MRP	$E(R_d)$	$E(R_u)$	Egenkapitalværdi (mia.)
2,91%	1,102	5,23%	6,47%	8,02%	46,5 (max)
3,06%	1,16	5,50%	6,81%	8,61%	37,8
3,21%	1,218	5,78%	7,15%	9,25%	31,5 (min)
Kilde: Egenberegning					

I bilag 12 fremgår APV-metodens følsomhed overfor ændringer i det enkelte parameter. Ved at ændre i ét parameter ad gangen, og dermed holde de andre konstante, er APV mest følsom overfor ændringer i β og MRP. Dette er problematisk, fordi parametrene ikke er direkte observerbare. Særligt for β gælder det, at på trods af at bottom-up-metoden og den kvalitative metode gav nærmest identiske betaværdier, så er det stadig en usikker faktor, hvilket også ville være tilfældet, hvis det var et børsnoteret selskabs β .

Da afkastkravet til ISS' egenkapital blev fundet, var det ved hjælp af en justering af R_f og MRP. Dette var en konsekvens af uroen på de finansielle markeder, der bl.a. havde medvirket at den typiske risikofrie rente handlede med negativ realrente. At ændre i R_f er ikke helt korrekt, fordi den effektive rente på dette aktiv tilsvarende hvad en risikofri investering med den anvendte investeringshorisont kan forrentes til. Det samme

¹⁷⁵ Iteration af vægte i wacc giver en egenkapitalværdi på 39,7 mia., værdierne i de to metoder er dermed sammenlignelige. Forskellen består i reduktion af værdien af skatteskjoldet.

¹⁷⁶ Ud fra nye vægte i wacc, der giver samme egenkapitalværdi som APV.

gør sig gældende i tilfældet med MRP, som også blev opjusteret. Var de oprindelige værdier blevet anvendt frem for de justerede, havde værdien af ISS' egenkapital været meget højere, set i tabel 31:

Tabel 31: Værdi via empiriske anbefalede parametre	
	$R_f = 1,65\% \text{ \& } MRP = 4,76\%$
$E(R_e)$	7,17%
$E(R_u)$	6,85%
EK værdi	72,76 mia
Kilde: Egenberegning	

At opjustere de to faktorer synes dermed at være godkendt, da det ovenstående resultat, ville være alt for højt set i forhold til den kendte information omkring selskabet.

Sensitivitetsanalysen tager udgangspunkt i den anvendte værdiansættelsesmodel, og er altså ikke en del af den underliggende forretning. For at teste robustheden af proforma regnskaberne vil der opstilles en scenarieanalyse for de kommende år, som vil give et indblik i værdien af ISS, alt efter hvordan udviklingen i selskabet bliver¹⁷⁷.

Scenarieanalyse

De opstillede proforma regnskaber er udarbejdet med baggrund i den strategiske analyse, samt den historiske performance for ISS. Det er dog langt fra sikkert, at udviklingen bliver som forventet, hvorfor der opstilles tre scenarier for den fremtidige udvikling i ISS' resultater, se bilag 13 for forklaring.

- Base case
- Positivt scenarie
- Negativt scenarie

Tabel 32: Omsætning og ROIC ved scenarier

Base case	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Omsætning	63922	68829	69004	74073	77644	82009	86714	91283	95505	98872
ROIC		6,4%	5,4%	7,0%	6,6%	8,1%	9,0%	9,5%	9,9%	10,2%
Positivt scenarie		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Omsætning		68829	69004	74073	77644	82303	87241	91603	96641	100990
Core ROIC		7,5%	6,4%	8,4%	7,7%	9,7%	10,8%	11,4%	12,0%	12,5%
Negativt scenarie		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Omsætning		68829	69004	74073	77644	81526	85603	89455	93033	96056
Core ROIC		7,5%	6,4%	8,4%	7,7%	6,4%	7,2%	7,5%	7,8%	8,0%

Kilde: ISS og egenberegning

Da ISS er meget afhængig af den fremtidige udvikling og vækst i omsætningen, er det valgt at justere egenkapitalværdien i forhold til de vægtede sandsynligheder for de forskellige scenarier. Base case er forudsat som den klart vigtigste værdi i justeringen (75 %) mens det positive og negative scenarie indgår med henholdsvis 10 og 15 %. Ud fra tabel 33 giver det ISS en egenkapitalværdi på 37,51 mia.

¹⁷⁷ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 301

Tabel 33: Værdi baseret på scenarier			
	EK værdi	Sandsynlighed	Værdi
Base case	37,82 mia	75%	28,4
Positivt	51,88 mia	10%	5,2
Negativt	26,39 mia	15%	4,0
Total		100%	37,51
Kilde: Egenberegning			

Som følge af den sandsynlighedsvægtede egenkapitalværdi er ISS derfor 290 mio. mindre værd for potentielle investorer. Da det ikke er muligt at observere sandsynlighederne for de enkelte scenarier, er de fastsat på basis af informationen i den strategiske analyse.

På baggrund af den strategiske analyse, historisk performance, ISS' selskabsspecifikke risiko og værdiansættelsen er værdien af ISS' egenkapital fundet til **37,51 mia.**

Multipel analyse

En vurdering af multiple for ISS og peer gruppen gennemgås, da dette giver et billede af hvorvidt værdiansættelsen er udført korrekt. I regnskabsanalysen blev det konkluderet, at ROIC ikke var et godt sammenligningsgrundlag på tværs af selskaber, grundet immaterielle aktiver. Derfor analyseres multiplene på tværs af selskaberne i stedet.

Den multipel som giver det bedste indblik i et selskabs værdi er (forward) EV/EBITA¹⁷⁸, der er selskabets samlede værdi inklusiv gæld divideret med indtjening før skat, finansiering og nedskrivninger. Forholdet er ikke i samme grad som fx Price/Earnings påvirket af kapitalstruktur og andre omkostninger/balanceændringer. På nær investeringsbehovet i den fremtidige drift, udtrykt som afskrivninger på omsætningsgenererende aktiver. Specielt indenfor den undersøgte branche er den opgjorte indtjening påvirket af nedskrivninger på immaterielle aktiver, som ikke er inkluderet i forholdet.

Et højt EV/EBITA forhold er udtryk for en lav nutidig indtjening i forhold til fremtidig indtjening, mens det omvendte er gældende for et lavt forhold. For de fem selskaber der opereres med i opgaven er følgende værdier fundet¹⁷⁹:

Tabel 34: EV/EBITA					
Valuta	Selskab	Market Cap	Gæld	Enterprise Value	EV/EBITA
GBP	Serco	2747	634	3381	11,3
GBP	Rentokil	1512	937	2449	10,2
EUR	Sodexo	9515	1010	10525	10,8
GBP	Compass	12094	827	12921	11,2
DKK	ISS	37510	17381	54891	12,5
Kilde: Thomson Reuters Eikon og egenberegning					

Tabellen viser fire selskaber, der generelt har identiske EV/EBITA forhold. Den fundne egenkapitalværdi for ISS indikerer derfor ikke helt at være i overensstemmelse med markedets prisning af indtjeningsevnen i de sammenlignelige selskaber. Relativt til Serco, Sodexo og Compass udgøres meget af Enterprise value hos ISS af gæld, hvilket betyder en del i forholdet. Justeres ISS' gældsgrad til den gennemsnitlige gæld/EV for de tre

¹⁷⁸ Goedhart, Koller & Wessels (2010) side 315

¹⁷⁹ EBITDA fratrukket forventede afskrivninger. Da det er analytikerestimer, er de af natur ikke sikre.

selskaber, giver det et EV/EBITA for ISS på 11,1. Forklaringen på forskellen mellem ISS og de fire andre er formentligt, at ISS' vækst er budgetteret højere, hvilket også stemmer overens med de historiske vækstrater fra bilag 3. En anden forklaring kan være, at den anvendte MRP i CAPM er lavere end hvad markedet har priset ind i peer gruppens aktiekurser.

Opsummering af værdiansættelse

Værdien af ISS' egenkapital er estimeret til 37,51 mia. ved at anvende APV værdiansættelsesmetoden og en scenarieanalyse. Ud fra værdiansættelsen kan den sammenholdes med købssummen som PurusCo overtog selskabet for i 2005. 22,1 mia. var købssummen på ISS' udestående aktier på daværende tidspunkt. Finansieringen af denne overtagelse foregik ved indskydelse af egenkapital fra investorerne bag kapitalfonden, samt optagelse af nye lån gennem ISS A/S. Den uigennemskuelige selskabsstruktur problematiserer vurderingen af den direkte værdiskabelse af kapitalfonden og dens afkastkrav. En stigning i egenkapitalværdien på ca. 69 %¹⁸⁰ ved effektivisering af driften viser dog, at kapitalfonden har formået at skabe afkast på sin investering. Hvorvidt dette afkast har været højere end afkastkravet ved en tilsvarende risikofyldt investering, er dog ikke observerbart. Typisk anvendes en *hurdle rate* på 8-12 %, men da risikoen for kapitalfonden ikke er målbar, og den faktisk investerede kapital ved overtagelsen heller ikke kan observeres, er den økonomiske værdiskabelse ikke til at estimere. ISS' ejere vurderes i midlertidigt ikke kun på hvorvidt egenkapitalændringen har været tilstrækkelig positiv. Finansieringen af LBO'er er muligvis det vigtigste element, da selskaber ofte 'betaler sig selv af'. De nye ejere gældssætter typisk det overtagne selskab, der dermed betaler de renteomkostninger, som de nye ejere har optaget for at købe selskabet.

Perioden siden overtagelsen har været kendetegnet ved høj volatilitet grundet en højkonjunktur, der blev afløst af finanskrisen på ISS' hovedmarkeder. Dette har forårsaget udsving i nøgletallene, som vanskeliggør en præcis budgettering. Omkostningernes andel af omsætningen er marginalt forbedrede, mens skatteomkostningerne har været høje grundet lovændringer. Siden 2004 har strategien været opkøb af mange virksomheder, som værktøj for værdiskabelse for selskabet. På trods af at virksomhedskøb antages at tilføre nutidsværdi på nul til det overtagende selskab, viser ISS' drift at dette ikke har været gældende, baseret på den højere egenkapitalværdi.

Værdiansættelsen er baseret på to værdiansættelsesmetoder, der begge tager udgangspunkt i ISS' frie cash flow. Præmissen for disse pengestrømme er, at ISS kan vedligeholde deres nuværende konkurrencedygtighed på markedet for serviceydelser, og herigennem opretholde en pæn overskudsgrad. Samtidigt er en voksende verdenshandel en vigtig forudsætning for den estimerede værdi. Som i andre modeller er værdiansættelser afhængige af de input der anvendes. Resultaterne, der er fremkommet, er derfor med forbehold for, at de anvendte data er korrekte. Ved at ændre i antagelserne i budgetteringen og i den valgte værdiansættelsesmodel er der forsøgt, at give indblik i hvor følsom den endelige værdi er overfor ændringer i input.

Slutteligt bemærkes det, at den fundne værdi af ISS' egenkapital ikke er den faktiske værdi, men fair værdi. Værdien på et aktiv bestemmes af den pris, en køber er villig til at betale for aktivet. Forsøger de nuværende ejere at sælge aktier via børsnotering, vil de skulle tilbyde investorer rabat for at tiltrække risikovillig kapital. Rabatten i forbindelse med børsnoteringen kan være højere end normalt antaget, grundet de dårlige

¹⁸⁰ Baseret på antagelserne i værdiansættelsen

ge signaler, de tidligere salg medfører. Det vil medføre en anden transaktionsværdi, mens fair value forbliver uændret.

Konklusion

Med en færdigudarbejdet værdiansættelse er det muligt, at besvare de i problemfeltet opstillede forskningsspørgsmål.

I forbindelse med regnskabsanalysen blev det konkluderet, at ROIC ikke vil være et godt mål for afkast af investeret kapital. I stedet tilbageføres nedskrivninger i resultatopgørelsen og på balancen. Denne aktion betyder, at et nyt ROIC (core) findes, hvilket giver et mere retvisende billede af selskabets afkast. Da ROIC er afhængigt af den investerede kapital, vil det kun kunne anvendes som sammenligningsgrundlag mellem virksomheder, såfremt disse har haft samme vækststrategier, i hvert fald i denne branche.

ROIC afhænger blandt andet af omsætningen og omkostningerne i et selskab. De budgetterede kerne driftsoverskud, stemmer overens med de historiske, og generelt er omkostningerne proportionelle med omsætningen, hvorfor den vigtigste driver for ISS identificeres som omsætningen. Som det blev fastslået i budgetteringen, vil ROIC stige med omkostningen, såfremt overskudsgraden holdes konstant.

Gennem tre analyserede metoder blev beta fundet til 1,16 ved hjælp af den kvalitative MASCOFLAPEC metode. Sammen med justerede værdier for den risikofri rente og markedets risikopræmie, gav det et afkastkrav på 9,44 % på ISS' egenkapital. Omregnet ved hjælp af ligning 19 gav det et afkastkrav til den ugearede egenkapital på 8,36 %. Grundet antagelser om ISS' egenkapitalværdi, blev den estimerede egenkapitalværdi itereret tre gange, indtil et nyt afkastkrav på 8,61 % fremkom. Afkastkravet på ISS' gæld blev fundet ved hjælp af en syntetisk rating, og er 6,81 % før skat. Afkastkravet på gæld determinerede sammen med rentebetalinger ISS' skatteskjold.

ISS' egenkapitalværdi blev estimeret ved hjælp af to værdiansættelsesmetoder, FCFF og APV. På grund af de tidligere nævnte problemstillinger i forbindelse med immaterielle aktiver på balancen, vurderedes det ikke, at balancebaserede værdiansættelsesmodeller var korrekte at anvende. I begge modeller blev egenkapitalværdien antaget værende 25,1 mia. i forbindelse med udregning af WACC og ugearet afkastkrav på egenkapital. Forskellen i de to modellers estimerede værdi var ca. 6 mia. i FCFFs favør. Efter iteration af begge værdier gav APV metoden en 1,9 mia. lavere værdi end FCFF. Forskellen henføres til den korrekte udregning af skatteskjoldene, som følge af ændringen i kapitalstrukturen, ved APV metoden, da modellerne i teorien burde give det samme resultat.

Egenkapitalværdien på 37,80 mia. blev udsat for en sensitivitets analyse af parametre i APV, der gav et værdispænd på 31,5-46,5 mia. ved ændring i parametrene på ± 5 %. Værdien var mest følsom overfor ændringer i beta og markedsrisikopræmien.

I scenarieanalysen blev enkelte forudsætninger i budgetteringen ændret. Scenarieanalysen påvirkede værdien negativt med 290 mio., som følge af en højere vægtning af det negative scenarie i forhold til det positive. Den endelige egenkapitalværdi af ISS er derfor **37,51** mia.. Værdien indikerer, at ISS i fremtiden vil have højere indtjening relativt til selskabets konkurrenter.

At finde en metode for estimering af beta for private selskaber, var et mål i opgavens problemstilling. Metodemæssigt lykkedes det, at finde en model der var anvendelig, om end usikker med hensyn til fastsættelsen af det anvendte parameter. Tilgængelige data for private selskaber er sparsomme, hvorfor den anvendte model i disse tilfælde, vil være af stor nytte, da den tager udgangspunkt i selskabets egenskaber. Andre modeller, der tager udgangspunkt i andre selskabers egenskaber, og udjævner eventuelle forskelle for at opnå en gennemsnitlig værdi, der antages værende gældende for det udvalgte selskab, vil ikke nødvendigvis give et retvisende billede. Sammenholdt med undersøgelsen af beta for de børsnoterede peers, der heller ikke kunne determineres præcist, vurderes det, at den anvendte metode for estimering af beta, er anvendelig for private selskaber. En væsentlig grund til dette er det 'sande' betas egenskab som et konceptualiseret begreb, frem for et egentlig måleligt input i en værdiansættelsesmodel.

Diskussion af værdiansættelsen

De justerede værdier i CAPM bidrager til kritikken af modellen, eller nærmere anvendelsen af den i praksis. Ved scenarier som de lave styrende renter i de 'sikre havne' bliver den hyppigt brugte 10-årige statsobligationsrente ikke repræsentativ for et selskab som ISS' forventede pengestrømme, på trods af at empirien foreskriver at denne rente anvendes. Pengestrømmene diskonteres for lavt med henblik på forventet inflation i lande udenfor de sikre havne, hvorfor en sum of the parts analyse og flere risikopræmier ville være optimalt hvis dataene tillod det. Multinationale selskabers R_f vil dermed også variere alt efter eksponeringen mod lande med forskellige risikofri renter, såfremt inflationen i budgetteringen indregnes i dette parameter. Noget litteraturen ikke beskriver som egenskab ved CAPM.

MRP, anvendt ifølge empirien, var ligeledes ikke anvendelig, da de historiske forskelle mellem markedsafkastet og risikopræmien undervurderede risikopræmien i forhold til den nuværende situation på aktiemarkederne. Denne information indikerer, at MRP er mere dynamisk end antaget i litteraturen, og at historiske værdier, ligesom med beta, skal anvendes med omtanke.

I analysen af beta blandt peer gruppen blev flere egenskaber belyst, som medvirkede til et billede af beta som et usikkert grundlag for et selskabs risiko. Estimatet vil være lige så præcis som de anvendte data tillader, hvilket skaber problemer. Det blev belyst ud fra Sodexos ændring i beta, da perioden for estimeringen blev flyttet to uger. Hvis ét enkelt estimat skal forklare enkelte selskabers risiko, er det ikke tilstrækkeligt, at det udelukkende udgøres af fortidige hændelser, med mindre fremtiden vil afspejle fortidige hændelser.

De forskellige metoder for estimering af beta indbefatter desuden, at den sande værdi for beta ikke kan observeres, da det er afhængigt af de anvendte afkast. Beta er dermed nærmere et begreb indenfor finansieringsteori, frem for et definitivt måleligt estimat. For private selskaber er det vanskeligt, at give et entydigt svar på det 'sande' beta, eftersom markedsdata ikke er tilgængelige. Det bliver derfor en øvelse i *best practice*, hvor mere information er lig med et bedre beslutningsgrundlag.

Ligesom ved de andre input i CAPM er kritikken af beta ikke en kritik af modellen, men nærmere anvendelsen af modellen i praksis. Antagelserne i modellen er ikke konsistente med den virkelige verden, hvilket naturligvis hæmmer modellens applikation. Dette betyder ikke, at værdiansættelse ved hjælp af de tre parametre i CAPM vil være ugyldig, men i stedet at resultatet vil være afhængigt af den anvendte metode af den enkelte bruger.

I henhold til værdiansættelsen af ISS er den generelle værdiansættelsesmetode af selskaber ved hjælp af information i koncernregnskaber fejlbehæftet. Da selskaber ikke opgør detaljerede regnskaber for enkelte forretningsdele, vil værdiansættelse ud fra årsregnskabet være det bedst mulige, men stadig upræcist, eftersom der ikke er fuldstændig information. Den gennemførlige værdiansættelse vil tage udgangspunkt i alle faktorer, der påvirker de enkelte forretningsdele for et multinationalt selskab som ISS. I praksis kræver det en betragtelig mængde ressourcer at afdække historisk, men endnu flere ressourcer hvis udviklingen i faktorerne ønskes afdækket. I dette lys skal langt størstedelen af værdiansættelser derfor læses under denne forudsætning, da analytiker i kraft af sin rolle vil være ekstern og ikke have den krævede information til rådighed.

Litteraturliste

Bøger:

- Ehrhardt & Brigham – *Corporate Finance* – South Western – 3. Udgave 2008
- Elkjær & Hjulsager – *Årsrapport og virksomhedsanalyse* – Thomson – 4. udgave 2004
- Elling & Sørensen – *Regnskabsanalyse og værdiansættelse* – Gjellerup – 2. udgave 2005
- Feldman, Stanley – *Principles of private firm valuation* – Wiley – 1. udgave 2005
- Fernandez, Pablo – *Valuation methods and shareholder value creation* – Academic Press – 1. udgave 2002
- Grant, Robert – *Contemporary strategy analysis* – Wiley – 6. udgave 2008
- Grinblatt & Titman – *Financial markets and corporate strategy* – McGraw-Hill – 2. udgave 2002
- Goedhart, Koller & Wessels – *Valuation* - Wiley – 5. udgave 2010
- Hull, John – *Options, Futures and other derivatives* – Pearson – 8. udgave 2012
- Johnson, Whittington & Scholes – *Exploring strategy* – Prentice Hall – 9. udgave 2010
- Patterson, Cleveland – *The cost of capital: Theory & estimation* – Praeger – 1. udgave 1995
- Penman, Stephen – *Financial statement analysis and valuation* – McGraw Hill – 4. Udgave 2010
- Spliid, Robert – *Kapitalfonde: Rå pengemagt eller aktivt ejerskab* – Børsens forlag – 1. udgave 2007
- Tham & Velasquez – *Principles of cash flow valuation* – Elsevier Academic Press – 1. Udgave 2004
- Westerfield & Ross – *Corporate Finance* – McGraw Hill - 7. Udgave 2005

Artikler:

- Davies, Philip – *Empirical test of asset pricing models* – Afhandling (Ohio State University) - 2007
- Fernandez, Pablo – *Levered and unlevered beta* – IESE Business School – 2006
- Fernandez, Pablo – *US Market Risk Premium* – IESE Business School - 2011
- Koo, Simon & Olson, Ashley – *CAPM revisited: Empirical studies on beta risks and return* – Business and industry symposium - 2007
- Petersen, Plenborg & Schøler – *Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder I praksis* – Ledelse & Erhvervsøkonomi 3/2006 - 2006
- Tofalis, Chris – *Investment volatility: A critique of standard beta estimation and a simple way forward* - European Journal of Operational Research, Vol. 187 - 2008

Hjemmesider:

Amerikanske Finansministerium:

I-bonds (2012), 1. marts:

http://www.treasurydirect.gov/indiv/products/prod_ibonds_glance.htm -

Businessweek:

French banks tumble (16/4-2012) –

<http://www.businessweek.com/news/2012-04-16/french-banks-tumble-on-debt-election-concern-paris-mover>

Børsen.dk:

ISS-strategier skyder for højt (27/1-2011) -

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/200169/iss-strategier_skyder_for_hoejt.html

ISS puster nyt liv i børsdrømme (5/3-2012) -

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/227125/iss_puster_nyt_liv_i_boersdroemme.html

CIA.Gov:

Historiske vækstrater (2012) -

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2003.html?countryName=World&countryCode=xx®ionCode=oc&#x>

COOR service management:

Positivt syn på outsourcing (2007) –

http://www.coor.co.uk/Templates/Page_12315.aspx

Stærk tendens mod internationale FM-strategier (2010) -

http://www.coor.co.uk/Templates/Page_17543.aspx

Damodaran, Ashwath:

Branchebeta (2012) -

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Estimating risk parameters (ukendt årstal) -

<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>

Models of Risk and Return (ukendt årstal) -

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/ch3.pdf>

Ratings (2012) -

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Return on capital, return on invested capital and return on equity (2007) -
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>

Valuing private firms (ukendt årstal) -
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/pvtfirmval.pdf>

Danmarks Radio.dk:

Skat går efter multinationale selskaber (26/1-2012) -
<http://www.dr.dk/Nyheder/Indland/2012/01/26/103208.htm>

Dansk Facilities Management:

The FM market – Trends and developments (2009) –
http://www.dfm-net.dk/media/file/Joergen_Lindegaard_ISS.pdf

Daily Telegraph:

Rentokil CEO gets 4,9m as turn-around pays off (2012) –
<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/epic/rto/7595113/rentokil-chief-executive-get-4.9m-as-turn-around-pays-off.html>

Euroinvestor:

Euroinvestor – ISS går efter børsnotering i 2015 (5/3-2012) -
<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2012/03/05/iss-gaar-efter-boersnotering-i-2015/11920513>

Europa.eu:

The demographic future of Europe (2008) -
http://europa.eu/legislation_summaries/employment_and_social_policy/situation_in_europe/c10160_en.htm

Financial Times:

Austerity in Europe (artikelserie 2012) –
<http://www.ft.com/intl/indepth/austerity-in-europe>

Foreningen af statsautoriserede revisorer:

Vejledning 12 -
http://fsr2011.dk/Faglige_Informationer/Regnskaber/Standarder%20og%20vejledninger/Danske%20regnskabsvejledninger.aspx?sc_lang=da

Gecodia:

Historiske kurser for tysk Bund (2012) –
http://www.gecodia.com/Germany-Government-10Y-Yields_a1307.html

Information services group:

Europe's public sector increasing the use of outsourcing (2011) -
http://www.isg-one.com/web/media-center/press/PR_110111.pdf

Ingeniøren.dk:

Københavns kloakker tømt i havnen før regnvejr (19/8-2011) –
<http://ing.dk/artikel/121314-koebenhavns-kloakker-toemt-i-havnen-foer-regnvejr>

Innologic.dk:

ISS facility services (2009) -
http://www.innologic.dk/fileadmin/user_upload/dokumenter/ISS_CASE_Procure_to_pay.pdf

Interconnection Consulting:

Facility Management in the US reached \$ 271,2 billion (18/10-2011) -
<http://www.interconnectionconsulting.com/index.php?lang=en&presse=11>

International association of outsourcing professionals:

The global outsourcing 100 (2012) -
<http://www.iaop.org/Content/19/165/1793/Default.aspx>

ISS:

Børsprospekt (2011) –
<http://inv.issworld.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=558676>

Facility services, fokus på kerneforretningen (2001) -
http://www.dk.issworld.com/presse/nyheder/Pages/facility_services_-_fokus_p%C3%A5_kerneforretningen.aspx

Green cleaning (2010) -
http://www.dk.issworld.com/produkter_and_services/rengoring/Green-Cleaning/Pages/default.aspx

Industry Trends (2010) –
http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-5ASMJV/1500662813x0x447295/5d3ab2ac-1852-4817-954f-7a7cde357139/ISS_Industry_trends.pdf

ISS og CSC indgår partnerskab (2003) -
http://www.issworld.com/press/news_stories/Archive_-_News_Stories/pages/iss_and_csc_sign_pan-european_agreements_on_outsourcing.aspx

Strategi (2009) –

http://www.in.issworld.com/about_iss/pages/strategy.aspx

Tiltrækning af arbejdskraft i Irland (2006) –

[http://www.issworld.com/press/news_stories/Archive -](http://www.issworld.com/press/news_stories/Archive_-_News_Stories/pages/new_employees_from_the_philippines_behind_iss_growth_in_ireland.aspx)

[_News_Stories/pages/new_employees_from_the_philippines_behind_iss_growth_in_ireland.aspx](http://www.issworld.com/press/news_stories/Archive_-_News_Stories/pages/new_employees_from_the_philippines_behind_iss_growth_in_ireland.aspx)

LIK:

Økonomiske konsekvenser ved OL afholdelse (2009) -

<http://www.locateinkent.com/images/assets/Economic%20Impacts%20of%20Olympic%20Games%20-%2009.07.09.pdf>

PWC:

Inflationsforecasts (2011) –

<http://www.pwc.co.uk/the-economy/issues/inflation-forecast.jhtml>

TS Insights (2010) –

<http://www.pwc.com/us/en/transaction-services/publications/ts-insights/assets/preparing-executing-ipo.pdf>

RSMI:

Studie af kontrolpræmier (2010) -

http://www.rsmi.com.au/rsbcwr/_assets/main/lib100016/54909%20rsm%20control%20premium%20study%20final%20email.pdf

Scandinavian Private Equity:

Hvad er en buy-out fond (2012) –

<http://www.speas.dk/default.asp?id=224>

Skatteministeriet:

Selskabsskatteloven (20/12-11) –

http://www.skm.dk/tal_statistik/satser_og_beloeb/368.html

Tax.dk:

Fradragsbeskæring efter EBIT-model (2011) –

http://www.tax.dk/lv/lvs/S_I_5.htm

Verdensbanken:

Fremtidige vækstrater (2011) -

<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS/EXTGBLPROSPECTSAPRIL/0,,contentMDK:20370107~menuPK:659160~pagePK:2470434~piPK:4977459~theSitePK:659149,00.html>

Østre Landsret:

Østre Landsret frifinder det luxembourgske moderselskab i ISS. (2011) -

<http://www.domstol.dk/oestrelandsret/nyheder/Pressemeddelelser/Pages/%C3%98streLandsretfrifinderdetluxembourgskemoderselskabiISSforSkatteministerietskravomudbytteskatp%C3%A51,5mia.kr.aspx>