

Indhold

Bilag 1: Ordforklaring og regnskabsforkortelser	2
Ordforklaring	2
Regnskabsforkortelser:	3
Bilag 2: Debt push-down	4
Bilag 3: Peer-gruppe data	4
Bilag 4: Reformulering af regnskaber	6
Reformuleret egenkapitalopgørelse	6
Officiel resultatopgørelse:	7
Reformuleret resultatopgørelse:	8
Officiel balance:	9
Reformuleret balance:	10
Bilag 5: Kerneindtjening	11
Bilag 6: Budgettering af regnskaber	12
Proforma resultatopgørelse:	14
Proforma balance:	15
Bilag 7: NDA uden immaterielle aktiver	16
Bilag 8: Rentebetaling efter emission	16
Bilag 9: NDA med tilbageførte nedskrivninger	17
Bilag 10: Beta for peers	18
Bilag 11: Frit cash-flow	20
Bilag 12: Følsomhed i APV	21
Bilag 13: Scenarier	22

Bilag 1: Ordforklaring og regnskabsforkortelser

Ordforklaring

Goodwill: I henhold til Årsregnskabsloven måles goodwill regnskabsmæssigt som forskellen på købstidspunktet mellem kostprisen for virksomheden og handelsværdien af de overtagne identificerbare aktiver og forpligtelser. Goodwill skal indregnes som et immaterielt anlægsaktiv i den overtagende virksomheds balance og testes minimum én gang årligt for værdiforringelse. Internt oparbejdet goodwill kan ikke aktiveres.

Leveraged buy-out: Ved overtagelse af en virksomhed gældssætter den nye ejer den overtagne virksomhed, for på den måde at finansiere købet hvor aktiverne typisk anvendes som sikkerhed.

Kapitalfond: Kapitalfonde er selskaber, som rejser penge fra investorer og investerer i virksomheder med potentiale, udvikler virksomhederne og sælger dem til nye ejere, når de er vokset og modnet. Der investeres typisk i modne virksomheder, og kapitalfonden er næsten altid majoritetsaktionær, og købet af virksomheder foregår altid med lånefinansiering. Kapitalfondenes investorer kræver ofte, at kapitalfondenes partnere investerer med i investeringsselskabet. Dermed har partnerne også "hånden på kogepladen" – tabs der penge på en investering, rammer det også kapitalfondspartnerne.

Floater: Variabelt forrentet lån der typisk følger renten på interbank markederne (cibor, libor, euribor) med et risikotillæg.

Korrelation: Udtryk for sammenhængen i bevægelsen mellem to variable. Indenfor intervallet -1/+1 ligger korrelationskoefficienten, hvor en værdi på 1 er perfekt korreleret, altså en stigning på 2 % i variabel X medfører en stigning på 2 % i variabel Y. På samme måde er perfekt negativ korrelation udtryk for et fald i variabel Y på 2 %, hvis X stiger i samme grad. Matematisk udtrykkes korrelation, ρ , som
$$\rho_{x,y} = \frac{\text{cov}(x,y)}{\sigma_x \sigma_y}$$

Efficient markedshypotese: Investerings teori der implicit antager, at det er umuligt at slå markedet, da effciensen på markedet altid vil medføre at al relevant information er udtrykt i aktiekursen. Hvis dette er tilfældet, vil investorer ikke kunne købe undervurderede værdipapirer eller sælge overvurderede, og derfor umuligt at opnå overnormalt afkast. Den eneste måde at opnå højere afkast, er ved at tage mere risikofyldte investeringsbeslutninger.

Going concern: Going concern begrebet dækket groft sagt over "fortsættende virksomhed". Det vil sige, at en virksomhed er en going concern, når virksomheden fortsat er i drift i perioden efter virksomheden har aflagt årsrapporten.

I forbindelse med aflæggelse af årsrapporten er det en grundlæggende forudsætning for brugernes bedømmelse af årsrapporten, at den er aflagt efter going concern, med mindre andet er nævnt i årsrapporten. Brugere vil ellers have svært ved at træffe korrekte økonomiske beslutninger på baggrund af den præsenterede årsrapport.

Synergieffekt: Indenfor virksomhedstransaktioner er synergieffekt udtryk for at to selskaber har en værdi, der er større end summen af de individuelle dele. Typisk vil disse synergieffekter være indregnet i prisen på den handlede virksomhed, hvorfor denne type transaktioner ofte betegnes som 0-NPV investeringer for køber.

Kontrolpræmie: Ved virksomhedstransaktioner betaler køber ofte en pris over markedsværdien af den handlede virksomhed. Et kontrollerende ejerskab vurderes at have en større værdi end et ejerskab karakteriseret ved at være en minoritet.

riseret ved begrænset eller ingen indflydelse, da det giver investorerne mulighed for at påvirke driften og forretningspolitikker.

Residualaflønnnet: Aktionærers afkast er de penge, der er tilbage i et selskab efter alle selskabets fordringshavere, herunder medarbejdere, leverandører, långivere, skattevæsenet m.v. har fået dækket deres krav. De aflønnes dermed via residualen af indtjeningen.

Regnskabsforkortelser:

Balance:

DA= Driftsaktiver

FA= Finansielle aktiver

DF= Driftsforpligtelser

FF= Finansielle forpligtelser

MIN= Minoritetsinteresser

EK= Egenkapital

NDA= Netto driftsaktiver (DA-DF)

NFA= Netto finansielle aktiver (FA-FF)

NFF= Netto finansielle forpligtelser (FF-FA)

d= Transaktioner med ejerne (nettodividende)

Resultatopgørelse:

DO= Driftsoverskud

FI= Finansielle indtægter (efter skat)

FO= Finansielle omkostninger (efter skat)

NFO= Netto finansielle omkostninger (FI-FO)

MINRES= Minoriteters resultatandel

Nøgletal:

$$ROCE = \text{Forrentning af egenkapital} = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{gns EK}}$$

$$ROIC = \text{Afkast på netto driftsaktiver} = \frac{DO}{\text{gns NDA}}$$

$$FGEAR = \text{Finansiel gearing} = \frac{\text{gns NFF}}{\text{gns NDA} + \text{gns EK}}$$

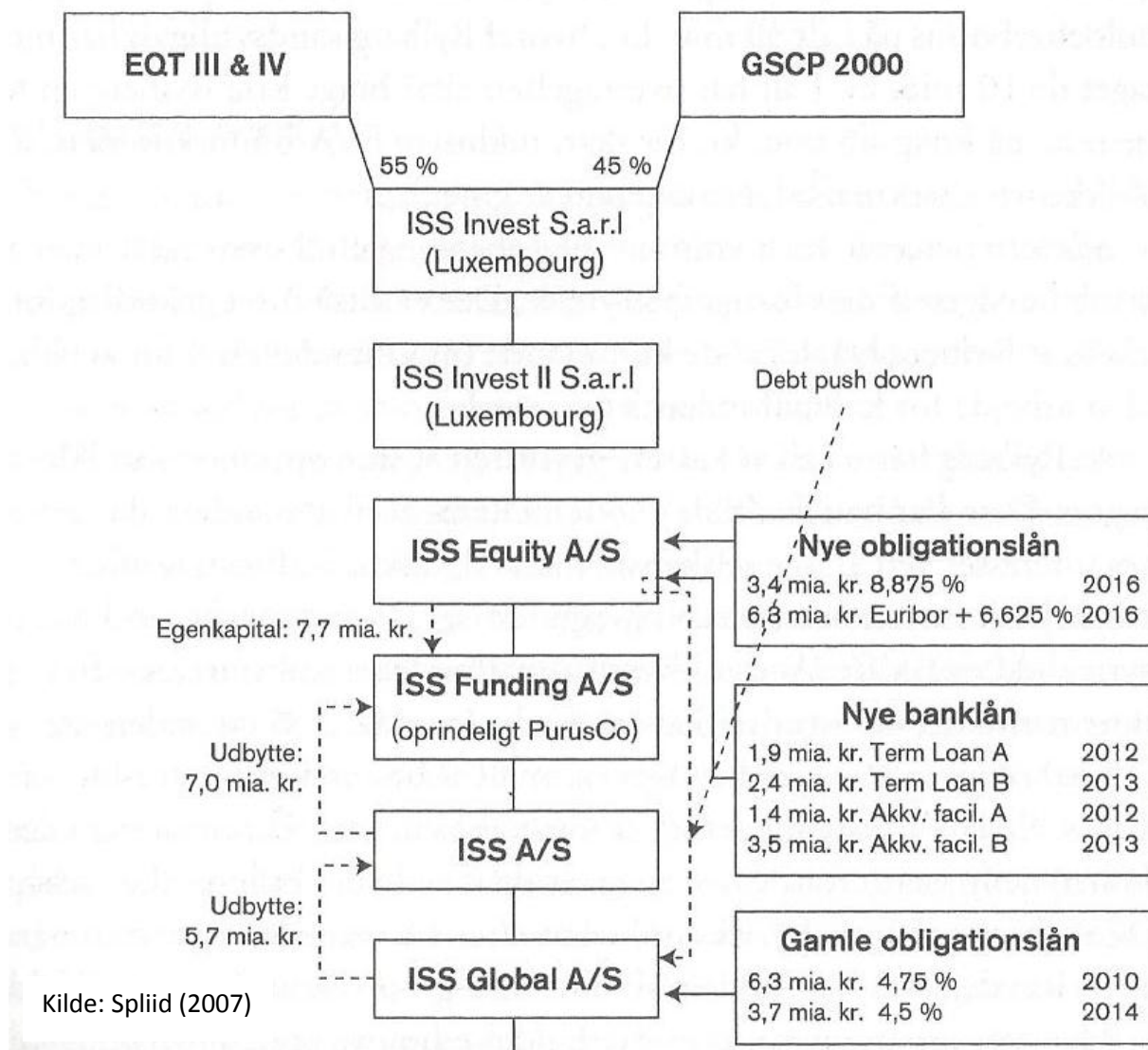
$$r = \text{NFO i procent} = \frac{NFO}{\text{gns NFF}}$$

$$SPREAD = ROIC - r$$

$$OG = \text{Overskudsgrad} = \frac{DO}{\text{Netto omsætning}}$$

$$AOH = \text{Omsætningshastighed} = \frac{\text{Netto omsætning}}{\text{gns NDA}}$$

MIA= Minoriteters andel af totalindkomst = $\frac{\text{totalindkomst}/(\text{totalindkomst} + \text{minoriteters resultatandel})}{\text{EK}/(\text{EK} + \text{MIN})}$, MIA er typisk tæt på 1, men afhænger af om rentabilitet er ens i datterselskaberne, som resten af koncernen.

Bilag 2: Debt push-down**ISS' finansieringsstruktur ved overtagelsen i 2005**

Aktionen i forbindelse med overtagelsen af ISS var, at de nystiftede selskaber gældssatte sig for at finansiere overtagelsen, hvorefter de to eksisterende selskaber i koncernen (ISS A/S og Global A/S) udbetalte udbytte til de nye selskaber. De nye ejere flyttede derefter de nye banklån til ISS Global for at finansiere udbyttebetalingen, hvilket gjorde de eksisterende obligationsejere investering mere usikker, og fik kursen på disse til at falde.

Bilag 3: Peer-gruppe data

I følgende bilag vil relevante data om de sammenlignelige selskaber præsenteres. Der indledes med en kort præsentation af selskaberne. Alle fire selskaber tilbyder IFS-løsninger.

Serco: Britisk FS selskab med op mod 80.000 ansatte, der leverer ydelser i mere end 30 lande. Hovedmarkedet er Storbritannien ligesom ISS, men med op mod 70 % af omsætning genereret på dette marked. Selskabet leverer typisk FS til offentlige institutioner, og konkurrerer hovedsageligt med ISS på dette segment indenfor facility management og support ydelser. Da hovedsegmentet er store offentlige institutioner er det typisk længerevarende kontrakter, som tegnes, hvilket nedsætter væsentlige risici i driften.

Omsætning 2011: £ 4,646 mia.

Market Cap: £ 2,75 mia.

Aktionærer: FMR Corp and Fidelity Ltd – 9,27 %, UBS Investment Bank – 5,9 %, Morstan Nominees Ltd – 5,09 %, Capital Research Mgmt Plc – 5,07 %, Morley Fund Mgmt & Aviva Plc – 4,92 %, BlackRock – 4,38 %..

Rentokil: Britisk FS selskab med 68.000 ansatte og tilstedeværelse i 50 lande. Selskabets forretningsområder er rengøring og hygiejneservice, skadedyrsbekæmpelse og ejendomsydelser. Hovedmarkedet er Storbritannien.

Omsætning 2011: £ 2,544 mia.

Market Cap: £ 1,57 mia.

Aktionærer: Invesco Ltd – 15 %, Schroders Plc – 12 %, Aviva Plc – 9 %, Orbis Holdings – 7,02 %, Ameriprise Financial Inc – 5 %, Blackrock – 5 %.

Sodexo: Fransk selskab der leverer samme FS ydelser som ISS med fokus på catering (33 % af samlet oms) og facility management. Tilstedeværelse i over 80 lande og beskæftiger 379.000 medarbejdere globalt. Europa og Nordamerika udgør tilsammen 81 % af omsætningen, mens resten af verden tegner sig for 19 %.

Omsætning 2011: € 15,26 mia.

Market Cap: € 9,46 mia.

Aktionærer: 37,6 % af aktiekapitalen ejes af Bellon-familien, der også har opbygget selskabet.

Compass: Britisk selskab der specialiserer sig indenfor FS i catering, og er verdens største leverandør af cateringydelser. Herudover leveres der rengøring, supportservice mm, men næsten halvdelen af omsætningen er catering. Selskabet beskæftiger 470.000 på verdensplan, og er til stede i over 50 lande. 79 % af omsætningen genereres i Nordamerika og Europa, mens resten af verden udgør 21 %.

Omsætning 2011: £ 15,83 mia.

Market Cap: £ 12,42 mia.

Aktionærer: Blackrock Inc – 11 %, Massachusetts Financial Services company – 5,02 %.

Vækst.

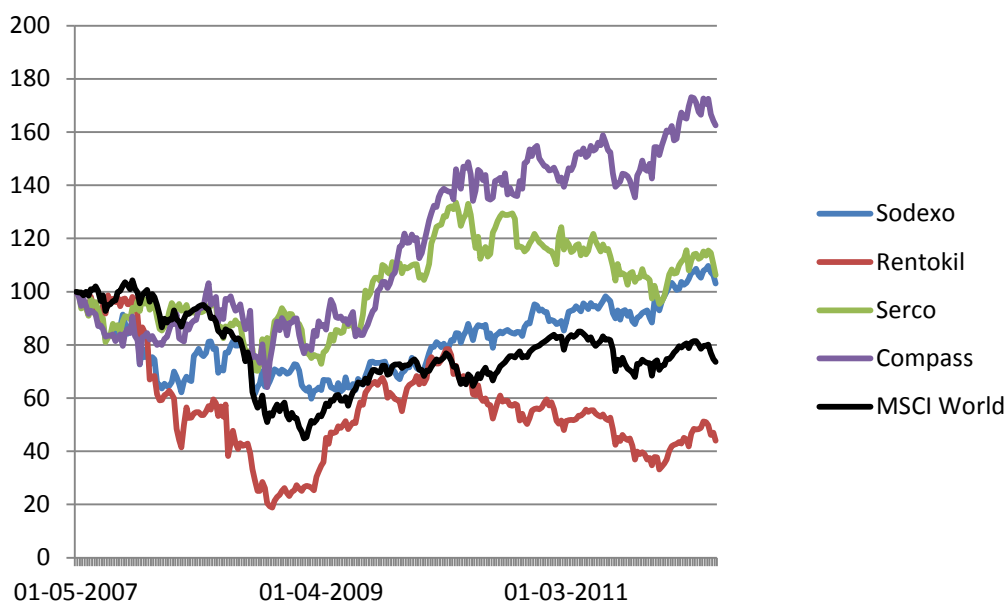
Historisk vækst giver information omkring hvorvidt selskaberne har evnet at skabe vækst i toplinejen ud fra de eksisterende business-units. Alle tal er fundet i årsregnskaberne, og er rensat for valutaeffekter.

Organisk vækst	2011	2010	2009	2008	2007
Serco	3,5%	7,6%	9,4%		
Rentokil	0,9%	-1,6%	-3,1%	-0,8%	3,0%
Sodexo	5,2%	2,5%	2,5%	7,7%	8,4%
Compass	5,4%	3,2%	0,0%	5,9%	5,0%
ISS	6,2%	3,5%	0,6%	5,3%	6,0%

De to selskaber som minder mest om ISS er også de selskaber, som har den mest sammenlignelige vækst over perioden. Serco opgør ikke organisk vækst i årsrapporterne for 2007-2008.

Udvikling i aktiekurser

Over de seneste fem år er udviklingen i de indekserede aktiekurser plottet mod MSCI World for at vise bevægelserne i aktierne med det valgte marked.



Bilag 4: Reformulering af regnskaber

Først præsenteres den officielle opgørelse fra ISS, herefter den reformulerede. Grundet den officielle egenkapitalopgørelses omfattende struktur præsenteres denne ikke, i stedet henvises til ISS' årsregnskaber.

Reformuleret egenkapitalopgørelse

Reformuleret egenkapitalopgørelse	2011	2010	2009	2008	2007
Egenkapital primo	2651	2214	3534	5519	5980
Transaktioner med ejere					
Påvirkning fra køb/salg af virksomheder	-12	-10	-16	-11	-15
Udbyttebetaling	-8	-9	-14	-22	-14
Gældseftergivelse		98			
Aktieudstedelse					178
Transaktion med ejere i alt	-20	79	-30	-33	149

Totalindkomst					
Årets resultat	-507	-532	-1629	-631	-442
Valutakursregulering	-50	910	364	-792	-263
Justering fra tidligere år					
Fair value hedges, netto	-14	-138	-245	-266	134
Fair value hedges overført	106	259	244	-147	-87
Aktuar gevinst/tab	-91	-129	-41	-182	152
Påvirkning af pensionsloft	8	-20	18	25	-41
Aktiebaseret aflønning	1	2	2	5	2
Dagsværdi af PFI overført til anden ind/udgift					-19
Effekt af rentefradragsbegrænsning			-3		
Skat af egenkapitalbevægelser	-2	6		36	-46
Totalindkomst i alt	-549	358	-1290	-1952	-610
Egenkapital ultimo	2082	2651	2214	3534	5519

Opdelt i transaktioner med ejere og totalindkomst er dirty surplus posterne identificeret. Generelt er der ikke det store at bemærke angående transaktioner med ejerne, mens især valutakursreguleringer påvirker totalindkomsten. Forskellen mellem årets resultat og totalindkomst i alt indregnes i den reformulerede resultatopgørelse herunder.

Officiel resultatopgørelse:

Resultatopgørelsen ISS	2011	2010	2009	2008	2007
Omsætning	77644	74073	69004	68829	63922
Personaleomkostninger	-50089	-48139	-44781	-44156	-40998
Salgsomkostninger	-6751	-6359	-6044	-6134	-5614
Andre driftsomkostninger	-15561	-14415	-13437	-13609	-12630
Af og nedskrivninger	-855	-850	-868	-869	-845
Overskud før andre poster	4388	4310	3874	4061	3835
Andre indtægt/omk	-216	-112	-551	-242	-129
Integrationsomkostninger	-7	-6	-46	-66	-67
Driftsoverskud	4165	4192	3277	3753	3639
Overskud fra andre selskaber	0	10	4	3	8
Finansielle omkostninger	-2807	-2411	-2308	-2731	-3017
Resultat før skat/nedskrivning	1358	1791	973	1025	630
Indkomstskat	-887	-760	-588	-531	-254
Resultat før nedskrivning	471	1031	385	494	376
Goodwill nedskrivning	-501	-938	-1246	-399	-128
Amortisering af brands/kontrakt	-708	-869	-1129	-1008	-1101
Indkomstskatteeffekt	231	244	361	282	411
Netto resultat	-507	-532	-1629	-631	-442

ISS' ejere	-514	-552	-1647	-641	-468
Minoriteter	7	20	18	10	26
Netto resultat	-507	-532	-1629	-631	-442

Reformuleret resultatopgørelse:

Reformuleret resultatopgørelse	2011	2010	2009	2008	2007
Netto omsætning	77644	74073	69004	68829	63922
Salgsomkostninger	-56840	-54498	-50825	-50290	-46612
Andre driftsudgifter	-15561	-14415	-13437	-13609	-12630
EBITDA	5243	5160	4742	4930	4680
Af og nedskrivninger	-855	-850	-868	-869	-845
Nedskrivning af goodwill/brands	-1209	-1807	-2375	-1407	-1229
DO salg før skat	3179	2503	1499	2654	2606
Skat	-656	-516	-227	-249	157
Skattefordel af finans	-594	-557	-538	-571	-552
Skatteeffekt af anden drift	-163	-76	-189	-189	-252
DO efter skat	1766	1355	546	1645	1960
Andre indtægter/omk					
Integrationsomkostninger	-7	-6	-46	-66	-67
Finansieringsindtægt (note 9)	72	103	128	62	22
Finansieringsomk (note 9)	-502	-288	-286	-508	-833
Andre indtægter/omk	-216	-112	-551	-242	-129
Skattefordel	163	76	189	189	252
Efter skat	-490	-227	-566	-566	-755
Overskud fra andre selskaber	0	10	4	3	8
Anden totalindkomst	-42	890	339	-1321	-168
Andre omkostninger i alt	-532	673	-223	-1884	-915
DO	1234	2028	323	-238	1045
Renteindtægt	125	95	95	180	177
Renteudgift	-2502	-2321	-2245	-2465	-2383
Skattefordel af finans	594	557	538	571	552
NFO	-1783	-1670	-1613	-1714	-1655
Totalindkomst	-549	358	-1290	-1952	-610

Den reformulerede resultatopgørelse er udført ved hjælp af Penman side 304, og totalindkomsten for ISS vises efter minoriteters andel af resultatet. Finansieringsposterne under driftsresultatet er fremkommet fra note 9 i ISS' officielle regnskab. Her fremgår det, at ISS klassificerer alle finansielle poster under finansiering, hvor enkelte af dem dog vedrører driften (såsom sikring af betalinger i fremmede valutaer, tab/gevinst på valuta).

Officiel balance:

Aktiver	2011	2010	2009	2008	2007	Passiver	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007
Immaterielle aktiver	34097	35358	35452	36001	37150	Langfristet gæld	37150	36001	35452	35358			31210	28486	29032	28181		31210	28486	29032			30882	31210	28486	29032	30882
Bygninger, maskiner	2077	2055	2004	2276	2223	Pension og lign	2223	2276	2004	2055			834	837	1177	1172		834	837	1177			724	834	837	1177	724
Investering i andre virksomheder	7	9	21	24	28	Udskudt skat	28	24	21	9				2356	2305	2051		2498	2356	2305			2786	2498	2356	2305	2786
Udskudte skatteaktiver	551	655	514	472	598	Andre provisions	598	472	514	655			397	379	361	338		397	379	361			326	397	379	361	326
Andre finansielle aktiver	300	290	281	238	229	Langsigtede forpligtelser i alt	229	238	281	290			34939	32058	32875	31742		34939	32058	32875			34718	34939	32058	32875	34718
Langsigtede aktiver	37032	38367	38272	39011	40228	Kortsigtet gæld	40228	39011	38272	38367			1279	5617	5216	5778		1279	5617	5216			1039	1279	5617	5216	1039
Varelager	334	318	303	264	249	Varekreditorer	249	264	303	318			2835	2624	2830	3466		2835	2624	2830			2750	2835	2624	2830	2750
Varedebitorer	11871	10896	10130	10097	10114	Skyldig skat	10114	10097	10130	10896			123	306	411	422		123	306	411			151	123	306	411	151
Kontrakter under udførelse	129	125	195	182	161	Andre forpligtelser	161	182	195	125			10461	10734	10838	11188		10461	10734	10838			10494	10461	10734	10838	10494
Skat tilgode	330	386	308	228	277	Andre provisions	277	228	308	386			435	423	379	255		435	423	379			327	435	423	379	327
Andre tilgodehavender	434	333	546	308	632	Forpligtelser held for sale	632	308	546	333				379	255	90			379	255			351		379	255	351
Forudbetalinger	674	581	525	468	404	Kortsigtede forpligtelser i alt	404	468	525	581			15133	20083	19929	21199		15133	20083	19929			15112	15133	20083	19929	15112
Værdipapirer	17	19	97	86	83	Forpligtelser i alt	83	86	97	19			50072	52141	52804	52941		50072	52141	52804			49830	50072	52141	52804	49830
Kontanter og lignende	4037	3606	3364	2961	2581	Egenkapital	2581	2961	3364	3606			3498	2190	2626	2070		3498	2190	2626			5459	3498	2190	2626	5459
VP held for sale	165	824	614	0	619	Minoriteter	619	0	614	824			35	23	25	12		35	23	25			59	35	23	25	59
Korte aktiver	17991	17088	16082	14594	15120	Egenkapital i alt	15120	14594	16082	17088			3533	2213	2651	2082		3533	2213	2651			5518	3533	2213	2651	5518
Aktiver i alt	55023	55455	54354	53605	55348	Passiver i alt	55348	53605	54354	55455			53605	54354	55455	55023		53605	54354	55455			55348	53605	54354	55455	55348

Reformuleret balance:

Drift:

Driftsaktiver	2011	2010	2009	2008	2007
Immaterielle aktiver	34097	35358	35452	36001	37150
Bygninger, maskiner	2077	2055	2004	2276	2223
Investering i andre virksomhed	7	9	21	24	28
Udskudte skatteaktiver	551	655	514	472	598
Andre finansielle aktiver	300	290	281	238	229
Varelager	334	318	303	264	249
Varedebitorer	11871	10896	10130	10097	10114
Kontrakter under udførelse	129	125	195	182	161
Skat tilgode	330	386	308	228	277
Andre tilgodehavender	434	333	546	308	632
Forudbetalinger	674	581	525	468	404
Konter til driften	776	741	690	688	639
VP held for sale	165	824	614	0	619
Driftsaktiver i alt	51745	52570	51583	51246	53323
Driftsforpligtelser					
Pension og lign	1172	1177	837	834	724
Udskudt skat	2051	2305	2356	2498	2786
Andre provisions (korte)	338	361	379	397	326
Varekreditorer	3466	2830	2624	2835	2750
Skyldig skat	422	411	306	123	151
Andre forpligtelser (lange)	11188	10838	10734	10461	10494
Andre provisions	255	379	423	435	327
Forpligtelser held for sale	90	255	379		351
Driftsforpligtelser i alt	18982	18556	18038	17583	17909

Ved driftsposterne vurderes der ikke at være det store at bemærke. I forhold til ISS' officielle regnskab er kontanter opdelt i kontanter til drift og overskydende likviditet, der formentligt står på rentebærende konti, og derfor er klassificeret som finansielle aktiver. Derudover er værdipapirer *held for sale* indregnet som driftsaktiver jf. Elling & Sørensen.

Finansiering:

Finansielle aktiver	2011	2010	2009	2008	2007
Værdipapirer	17	19	97	86	83
Konter og lignende	3261	2865	2674	2273	1942
Finansielle aktiver i alt	3278	2884	2771	2359	2025
Finansielle forpligtelser					

Langfristet gæld	28181	29032	28486	31210	30882
Kortfristet gæld	5778	5216	5617	1279	1039
Finansielle forpligtelser i alt	33959	34248	34103	32489	31921
Minoritetsinteresser	12	25	23	35	59
Egenkapital	2070	2626	2190	3498	5459

Som ved driftsposterne på balancen vurderes der ikke at være det store at kommentere på ved reformuleringen af finansielle poster. Forskellen på egenkapitalens værdi i egenkapitalopgørelsen og balancen udgøres af minoritetsinteresser.

Bilag 5: Kerneindtjening

Kerneindtjening for ISS:

Core resultatopgørelse	2011	2010	2009	2008	2007
Netto omsætning	77644	74073	69004	68829	63922
Salgsomkostninger	-56840	-54498	-50825	-50290	-46612
Andre driftsomkostninger	-15561	-14415	-13437	-13609	-12630
Afskrivninger	-855	-850	-868	-869	-845
Core DO før skat	4157	4066	3513	3779	3424
Skat	-1414	-1148	-953	-1009	-646
Core DO efter skat	2744	2918	2560	2770	2778
Core andet indt/omk	-216	-112	-551	-242	-129
Skat på core andet	54	28	138	61	32
Core DO	2582	2834	2147	2589	2681

ISS' reformulerede regnskab er her rensat for transitoriske poster, og vidner om en bedre drift end de tidligere opgørelser. Desuden er nedskrivninger og skatteeffekter af disse fjernet. Core andet består af '*andre omkostninger*' fra ISS' officielle regnskab. Posten er ikke udspecificeret i regnskabet, men består blandt andet af revisionsomkostninger. Tendensen i posten er gennemgående negativ, og vurderes som værende en tilbagevendende post i regnskabet.

Bilag 6: Budgettering af regnskaber

Forudsætningerne for væksten i ISS beskrives herunder. Væksten i omsætningen er vigtig, da ISS' omkostningsniveauer jf. regnskabsanalysen er relativt stabile, så jo mere vækst på top-linjen, jo bedre bundlinje.

De to seneste år har ISS overgået regionale vækstrater på vækst i omsætning. På hovedmarkederne i regionerne har væksten i 2011 og 2010 set således ud¹:

	2011	2010
Europa		
UK	1,1%	1,4%
Frankrig	1,7%	1,4%
Spanien	0,8%	-0,1%
Norden		
Danmark	1,0%	1,3%
Norge	1,7%	0,3%
Sverige	4,4%	5,7%
Asien		
Indien	7,8%	10,1%
Hong Kong	5,0%	7,0%
Singapore	4,9%	14,8%
Sydamerika		
Brasilien	2,7%	7,5%
Mexico	3,8%	5,4%

Den budgetterede landevækst for ISS' omsætning ses i tabellen herunder:

Vækst	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Vesteuropa	4,0%	2,0%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%
Norden	4,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%
Asien	12,0%	11,9%	11,5%	9,4%	7,7%	5,8%
Stillehavsområdet	3,0%	4,0%	3,5%	3,4%	3,0%	2,9%
Latinamerika	21,0%	24,7%	21,1%	17,8%	12,1%	5,9%
Nordamerika	35,0%	28,6%	21,1%	14,0%	8,6%	3,9%
Østeuropa	2,0%	8,0%	10,1%	7,9%	6,9%	4,6%
Andre lande	58,0%	25,0%	25,0%	20,0%	15,0%	5,0%

Væksten er fundet på baggrund af forventede vækstrater i de forskellige regioner/lande², samt en forventet inflation, da denne også er indregnet i omsætningen. Ligesom den reale vækst forventes at falde gennem perioden, forudsættes inflationen i emerging markets, hvor væksten er højst, også at falde³. Inflation i serviceydelser ligger ifølge ISS under det generelle inflationsniveau⁴, hvilket modsvarer økonomisk teori, hvor inflation i serviceydelser ligger over den generelle inflation. Da der er forskellige metoder for opgørelser af

¹ CIA.gov – Historiske vækstrater (2012)

² Verdensbanken – Fremtidige vækstrater (2011)

³ PWC - Inflation forecasts (2011)

⁴ Trend analyse (2010)

inflation, kan det ikke afvises, at ISS har ret i deres påstand, men i budgetteringen er inflationen sat til den forventede inflation i områderne.

Vesteuropa: Med store nedskæringer i offentlige sektorer på ISS' hovedmarkeder i 2012 forventes dette at påvirke væksten negativt, og med afledte effekter i den private sektor. På ISS' hovedmarked i Storbritannien forventes positiv påvirkning fra afviklingen af OL 2012. Inflationen forventes at udgøre 2 % gennem perioden. Vesteuropa er sammen med Norden det mest modne marked ISS opererer på, hvorfor vækstmuligheder anses som begrænsede.

Norden: Ligesom i Vesteuropa forventes der faldende vækst grundet krisen i Euroland og afledte effekter. Dog er væksten ikke hæmmet i lige så høj grad som i Vesteuropa, hvorfor væksten indtil 2016 er lidt højere.

Asien: Væksten i Asien forventes især at være drevet af Indien og Kina. I Indien er forretning centreret omkring sikkerhedsselskabet Cisco Ltd, der har skabt stor organisk vækst, siden det blev overtaget, hvorfor væksten herfra også forventes at falde. I Kina er ISS' forretning endnu ikke omfattende, hvorfor det forventes, at ISS har muligheder for at generere stor vækst på dette marked. Historisk har ISS præsteret højere organiske vækstrater i regionen end den generelle økonomiske udvikling, hvilket forventes at fortsætte i budgetperioden.

Inflation i Asien forventes at være høj over budgetperioden gående fra 6 % i 2012 til 3,5 % i 2016. Grunden til de høje vækstrater er, at ISS ikke er etableret i de mere modnede markeder som Japan og Sydkorea, men i højere grad er eksponeret mod emerging markets.

Stillehavsområdet: Stillehavsområdet består hovedsageligt af Australien, mens en overskuelig andel af forretningen er i New Zealand. Væksten drives primært af IFS, hvor ISS har vundet flere kontrakter gennem 2011, der forventes at bidrage til en positiv udvikling i 2012. Inflationen forventes at udgøre 1,75 % over perioden.

Latinamerika: De største markeder for ISS i latinamerika er Mexico og Brasilien. Især i Brasilien forventes stærk vækst de kommende år grundet værtsskabet for VM i fodbold 2014 samt OL i 2016⁵. Meget af efterspørgslen som følge af investeringerne i infrastrukturen i Brasilien forventes at opstå i forbindelse med VM 2014, hvorfor væksten er størst i denne periode. Historisk har ISS haft højere vækstrater i regionen end den generelle økonomiske udvikling. Inflationen forventes i omegnen af 5,5 % over perioden, faldende til 3 % i terminalperioden.

Nordamerika: Væksten i Nordamerika foregår via øget salg af IFS. Organisk vækst fra dette segment bidrog kraftigt til væksten i 2011, hvilket understreger vigtigheden ved at have fuldt udbyggede forretningsenheder i de amerikanske stater, hvor de store koncerner har afdelinger. Væksten forventes at komme fra IFS delen, og er sat meget højt i forhold til den generelle økonomiske udvikling i ISS, men er dog lavere end den præsterede vækst i 2011. Inflation sættes til 2 % over perioden.

Østeuropa: Hovedmarkedet i Østeuropa er Tjekkiet, mens Rusland præsterer den højeste organiske vækst. Væksten i 2012 forventes at stige markant da Rusland forventes at udgøre en større andel af den samlede

⁵ LIK: Økonomiske konsekvenser ved OL afholdelse (2009)

omsætning og forsat forventes at præstere høj vækst. Inflationen forventes omkring 3,5 % over perioden faldende til 2,5 % i 2016.

Andre lande: ISS identificerer ikke disse lande, hvilket gør det vanskeligt, at budgettere posten. Den pæne vækstrate i 2011 forventes ikke at fortsætte, men da det er en post hvor ISS skaber pæn vækst, antages det, at 'området' er små markeder, hvor der er plads til vækst, hvilket vil blive leveret. Desuden er posten så lav ud af den samlede omsætning, at vækstraterne betyder meget lidt.

Væksten er relativ høj i budgetperioden, men under niveauet i 2011 (6,2 %). Faldet i væksten over perioden skyldes mere modnede markeder, hvor de regioner med høj vækst over tid oplever mindre vækstrater. Samtidig bidrager øget priskonkurrence, på baggrund af de modnede markeder, til et relativt højt fald i vækst 2016, hvor langsigtsvækstraten på 3,50 % nås.

Proforma resultatopgørelse:

	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Omsætning	77644	82009	86714	91283	95505	98872
DO	3680	3895	4119	4382	4584	4746
OG salg	4,7%	4,75%	4,75%	4,80%	4,80%	4,80%
Skat på drift	-656	-477	-672	-738	-788	-828
Skat finansiering	-594	-416	-304	-302	-301	-299
Skat på DO andet	-163	-81	-54	-56	-57	-59
DO efter skat	2267	2922	3089	3286	3438	3559
Andet DO	653	-322	-216	-222	-228	-234
Skattefordel	163	81	54	56	57	59
DO drift	1777	2680	2927	3120	3267	3384
OG drift	2,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Finansielle omkostninger	-2377	-1665	-1215	-1207	-1205	-1198
Skattefordel	594	416	304	302	301	299
NFO	-1783	-1249	-911	-906	-904	-898
MIN	7	0	0	0	0	0
Totalindkomst	-48	1431	2016	2214	2363	2485

Driftsoverskuddet er fremkommet på baggrund af de historiske driftsoverskud før nedskrivninger, og udviklingen ses i tabellen nedenfor

Omkostninger i %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Personaleomkostninger	64,90%	64,99%	64,51%	64,51%	64,51%	64,47%	64,46%	64,46%
Salgsomkostninger	8,76%	8,58%	8,69%	8,69%	8,69%	8,69%	8,69%	8,69%
Andre driftsomkostninger	19,47%	19,46%	20,04%	20,04%	20,04%	20,04%	20,04%	20,04%
Af og nedskrivning	1,78%	1,48%	1,40%	1,40%	1,35%	1,40%	1,40%	1,40%
Samlede driftsomkostninger	94,91%	94,51%	94,65%	94,65%	94,60%	94,60%	94,60%	94,60%
OG drift før skat	5,09%	5,49%	5,35%	5,35%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
DO før skat	3513	4066	4157	4387	4683	4929	5157	5339

Generelt forventes tallene fra 2011 at have sat standarden for ISS' fremtidige omkostningsandele, og da de historiske har været relativt konstante, er der umiddelbart ikke nogen grund til at ændre i de respektive

andele. Personaleomkostninger forventes at falde med 0,05 procentpoint som følge af øget og modnet IFS udbud.

Skat: Som nævnt i opgaven er den anvendte effektive skattesats 25 %, hvilket frembringer resultatet efter skat.

Andet driftsoverskud: I 2012 er der indregnet omkostninger til en aktieemission som i 2011, mens posten herefter antages at normaliseres. ISS udspecificerer ikke andre omkostninger i sit årsregnskab udover omkostninger til revision, men disse omkostninger er -250 mio. i gennemsnit over de seneste fem år, og er derfor en tilbagevendende post i regnskabet. I 2011 var den -216 mio., hvilke forventes at vokse 3 % over perioden. Udover disse poster består andet DO af integrationsomkostninger, der sættes til 0, og resultater fra andre selskaber, der forventes at være stabil på niveauet fra 2011 (5 mio.). Som nævnt i opgaven er anden totalindkomst budgetteret til at være 0.

I reformuleringen identificeredes finansielle omkostninger og indtægter relateret til driften, herunder sikring af valuta. Denne post indgår ikke i proforma regnskaberne, da sikring af valuta er noget investorer selv kan diversificere denne risiko væk, hvorfor de i teorien ikke vil betale for at selskabet hedger denne risiko⁶.

Finansielle omkostninger: I 2012 antages der en aktieemission, hvorfor rentebetalingerne falder. Dette reducerer også skattefordelen ved gældsfinansiering, om end dette ikke har været fuldt udnyttet grundet skatteregler.

Minoriteters resultatandel antages at forsvinde, da posten over de seneste år er faldet betragteligt på balancen. ISS specificerer ikke selv hvad denne post udgøres af, hvorfor det antages, at det enten er tidligere medlemmer af ledelsens andele af selskabet, som falder over tid. En anden mulighed er at posten udgøres af ledende medarbejdere i virksomheder, der er blevet overtaget, men har fastholdt ejerandele i virksomheden. Er det tilfældet kan ISS købe minoriteterne ud, hvis der er tale om selskaber, der er centrale for driften. Fordi minoriteters andel af resultatet er fjernet, er det samme gjort på balancen.

Proforma balance:

Driftsaktiver	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Immaterielle aktiver	35452	35358	34097	34097	34097	34097	34097	34097
Bygninger, maskiner	2004	2055	2077	2098	2140	2183	2226	2306
Investering i andre virksomheder	21	9	7	7	7	7	7	7
Udskudte skatteaktiver	514	655	551	551	551	551	551	551
Andre finansielle aktiver	281	290	300	300	300	300	300	300
Varelager	303	318	334	347	361	376	389	403
Varedebitorer	10130	10896	11871	12346	12840	13353	13887	14353
Kontrakter under udførelse	195	125	129	135	142	149	157	165
Skat tilgode	308	386	330	330	330	330	330	330
Andre tilgodehavender	546	333	434	445	456	467	479	498
Forudbetalinger	525	581	674	691	708	726	744	774
Kontanter til driften	690	741	776	815	856	877	899	932

⁶ Goedhart, Koller & Wessels side 630

VP held for sale	614	824	165	165	165	165	165	165
Driftsaktiver i alt	51583	52571	51745	52327	52953	53581	54232	54901
Driftsforpligtelser								
Pension og lign	837	1177	1172	1207	1243	1281	1319	1359
Udskudt skat	2356	2305	2051	2010	1970	1930	1892	1892
Andre forpligtelser (korte)	379	361	338	338	338	348	359	369
Varekreditorer	2624	2830	3466	3639	3821	3993	4173	4298
Skyldig skat	306	411	422	422	435	448	461	476
Andre forpligtelser (lange)	10734	10838	11188	11524	11869	12225	12592	12970
Andre provisions	423	379	255	255	265	273	281	290
Forpligtelser held for sale	379	255	90	90	90	90	90	90
Driftsforpligtelser i alt	18038	18556	18982	19485	20032	20589	21167	21744

Over perioden ses en fortsat forøgelse af bygninger og maskiner (PPE) og varelager, da det er en forudsætning for øget vækst, også at øge disse poster. Derudover er varedebitorer, forudbetalinger og kontrakter under udførelse også budgetteret til at vokse med omsætningen. Skatteposter og finansielle aktiver er budgetteret til samme værdi som i 2011, mens kontanter til driften vokser med omsætningen.

Udover udskudt skat og værdipapirer er forpligtelserne også antaget til at vokse med omsætningen, dog i mindre grad end aktiverne.

Bilag 7: NDA uden immaterielle aktiver

Netto driftsaktiver uden immaterielle aktiver

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
NDA	-1907	-1343	-1334	-1255	-1176	-1104	-1032	-960
NFF	31332	31364	30681	17722	17722	17721	17721	17720

Langt hovedparten af ISS' aktiver er derfor immaterielle aktiver. NDA vil vokse med omsætningen, så længe immaterielle aktiver ikke indregnes. Historisk er der dermed investeret i aktiver, når der ses bort fra immaterielle aktiver.

Bilag 8: Rentebetaling efter emission

Beregning af ISS' effektive rente efter aktieemission, baseret på note 29 i officielt regnskab:

Gæld efter emission	r	Face value	Andel af gæld	Vægtet %
EMTNs	4,50%	821	0,04	0,2%
Subordinated	8,88%	4323	0,21	1,9%
Senior Notes	11,00%	3903	0,19	2,1%
Aquisition A	3,64%	174	0,01	0,0%
Aquisition B '13	3,64%	62	0,00	0,0%
Aquisition B '15	5,14%	2032	0,10	0,5%
Second Lien	5,14%	597	0,03	0,2%
Second Lien	5,67%	3864	0,19	1,1%
Securitisation	3,98%	2638	0,13	0,5%
Revolver/Letter	4,39%	2000	0,10	0,4%

Total		20414		6,89%
Eff rente efter skat				5,16%

Forskellen i rentebærende gæld i forhold til NFF er kontanterne klassificeret som finansielle aktiver.

Bilag 9: NDA med tilbageførte nedskrivninger

Beregnet ROIC med tilbageførte immaterielle aktiver:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NDA	40361	39895	40271	39297	37745	37157	37232	37304	37377
Core ROIC	6,4%	5,4%	7,0%	6,6%	8,1%	9,0%	9,5%	9,9%	10,2%
Core DO efter skat	2589	2147	2834	2582	3049	3350	3530	3697	3829

Historiske nedskrivninger fra 2001 er tilbageført til balanceværdierne 2007-2011 ved hjælp af metodikken i Goedhart, Koller & Wessels (2010) s. 648.

ROIC er lavere som følge af de højere faktiske investeringer i driften. I forhold til ROIC fra den oprindelige reformuleringen er ROIC højere, da Core DO er eksklusiv nedskrivninger af immaterielle aktiver og skatteeffekter af disse.

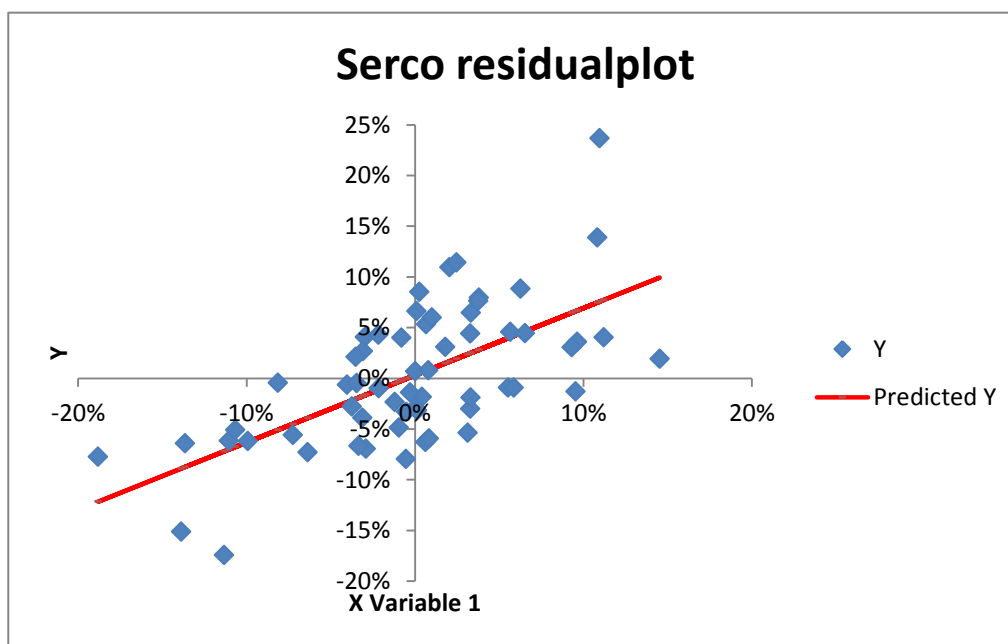
Bilag 10: Beta for peers

Ud fra ønsket om at finde driftsbeta for peer-gruppen og omregne dette til ISS' præsenteres beta estimaterne over den fem-årige periode for de fire selskaber:

Serco:

Beta 1/3/2007-1/3/2012:

	<i>Coefficients</i>	<i>Std Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,00	0,01	0,44	0,66	-0,01	0,02
X Variable 1	0,66	0,10	6,33	0,00	0,45	0,87

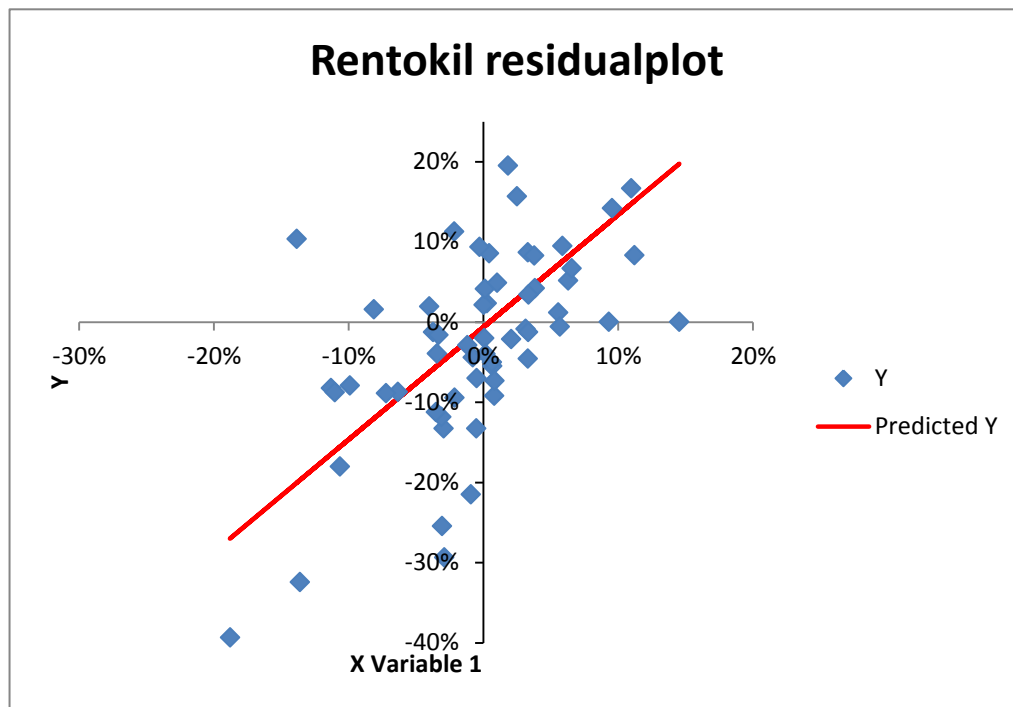


Beta 1/1/2000-1/1/2005: 1,41

Rentokil:

Beta 1/3/2007-1/3/2012:

	<i>Coefficients</i>	<i>Std Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0,01	0,02	-0,36	0,72	-0,04	0,03
X Variable 1	1,40	0,26	5,45	0,00	0,89	1,92

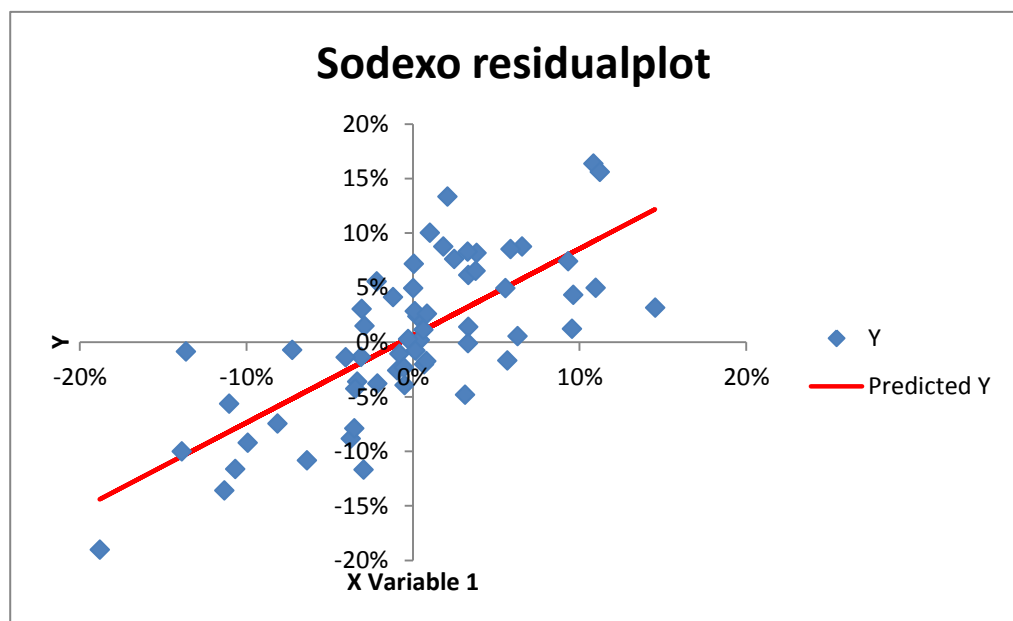


Beta 1/1/2000-1/1/2005: 0,30

Sodexo:

Beta 1/3/2007-1/3/2012:

	<i>Coefficients</i>	<i>Std Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,01	0,01	0,95	0,34	-0,01	0,02
X Variable 1	0,80	0,10	8,30	0,00	0,61	0,99

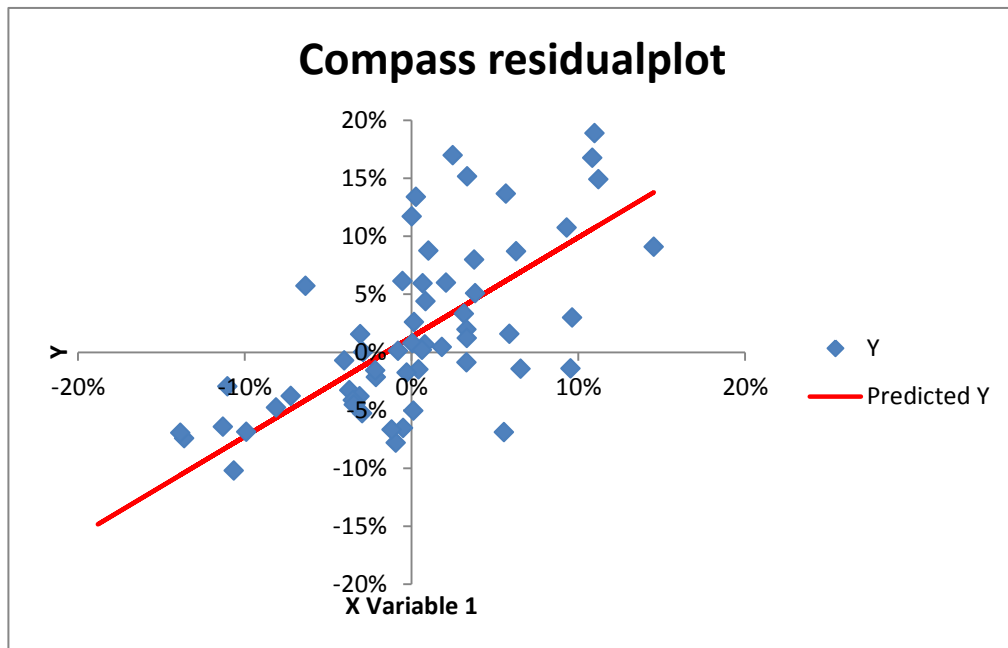


Beta 1/1/2000-1/1/2005: 1,11

Compass:

Beta 1/3/2007-1/3/2012:

	<i>Coefficients</i>	<i>Std Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,01	0,01	1,76	0,08	0,00	0,03
X Variable 1	0,86	0,11	7,54	0,00	0,63	1,09



Beta

1/1/2000-
1/1/2005:

0,95

Korrelation og relativ volatilitet	Rentokil	Sodexo	Serco	Compass
Korrelations koefficient	0,58	0,74	0,64	0,70
Relativ volatilitet (beta/korr)	2,40	1,09	1,03	1,22

Bilag 11: Frit cash-flow

Frit cash-flow uden immaterielle aktiver:

	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
DO	2580	3049	3350	3530	3697	3829
NDA	-1334	-1255	-1176	-1104	-1032	-960
NDA-1	-1343	-1334	-1255	-1176	-1104	-1032
ΔNDA	10	79	79	71	72	72
FCF	2570	2970	3270	3459	3625	3756

Frit cash-flow ved metode 2:

	2012	2013	2014	2015	2016
NFO	1240	893	888	886	881
NFF	17381	17381	17380	17380	17379

NFF-1	30681	17381	17381	17380	17380
Δ NFF	-13300	0	0	0	0
EK	15461	15541	15613	15685	15758
EK-1	2082	15461	15541	15613	15685
Δ EK	13379	79	72	73	73
Totalindkomst	1809	2456	2642	2811	2948
d	-11570	2377	2570	2738	2875
FCF	2970	3270	3459	3625	3756

Bilag 12: Følsomhed i APV

Tabel			
APV	Ku	EK værdi	% æn- dring
Beta - 5 %	8,33%	41,5	9,8%
Beta base case	8,61%	37,8	
Beta + 5 %	8,76%	36	-4,8%
Rf - 5 %	8,51%	39,5	4,5%
Rf base case	8,61%	37,8	
Rf + 5 %	8,71%	36,4	-3,7%
MRP - 5 %	8,33%	41,5	9,8%
MRP base	8,61%	37,8	
MRP + 5 %	8,76%	36	-4,8%
Kd - 5%	8,51%	39,3	4,0%
Kd base case	8,61%	37,8	
Kd + 5%	8,72%	36,4	-3,7%

Ved undersøgelsen af følsomhederne, er det vigtigt at justere alle parametre i APV, da der indgår flere led i værdiansættelsen i forhold til traditionel wacc følsomhedsanalyse. Således påvirker ændring i R_f både den faktor afkastkravet på egenkapital, men yderligere påvirker den også K_d og dermed værdien af skatte-skjoldet.

Bilag 13: Scenarier

Baggrunden for de to scenarier er vist herunder;

Positivt	2012	2013	2014	2015	2016
Omsætning	82303	87241	91603	96641	100990
DO salg	5226	5583	5863	6185	6463
DO salg efter skat	3920	4188	4397	4639	4848
DO	3678	4025	4230	4468	4672
ΔNOA	80	82	75	77	77
FCF	3598	3943	4155	4391	4595
NV af FCF	3295	3306	3190	3086	2957
CV					83238
NV af CV					53573
Værdi af skatteskjold					15102
NFF tid 0					30681
EK					53827

Forskellene fra base case består i højere OG (2,5 %) grundet øget andel af IFS ud af totalomsætningen, og en lavere konkurrence i dette segment. I forhold til base case er NDA øget, da det forventes at stige grundet den øgede omsætning. Omsætningen stiger som følge af øget efterspørgsel i Asien, herunder sikkerhedsydelser fra Cisco i Indien, og Østeuropa.

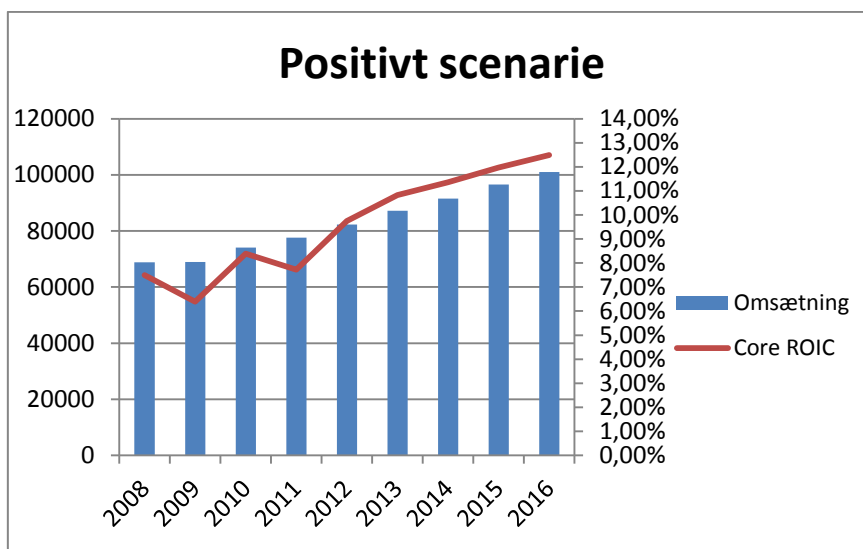
Sandsynligheden for dette scenarie sættes til 10 %.

Negativt	2012	2013	2014	2015	2016
Omsætning	81526	85603	89455	93033	96056
DO salg	3546	3767	3936	4093	4226
DO salg efter skat	2660	2825	2952	3070	3170
DO	2418	2663	2785	2899	2994
ΔNOA	78	77	70	70	69
FCF	2340	2586	2715	2829	2925
NV af FCF	2143	2168	2085	1989	1883
CV					52992
NV af CV					37344
Værdi af skatteskjold					15102
NFF tid 0					30681
EK					32031

I det negative scenarie er OG en smule lavere (2 %), da konkurrencen på IFS antages hårdere eftersom flere selskaber begynder at efterspørge disse ydelser. NDA er lavere end base case, da omsætningsvæksten ikke er lige så stor. Omsætningen er lavere grundet lavere vækst i Nordamerika, da antallet af IFS kontrakter ikke stiger som ventet, mens Sydeuropa ikke forventes at bidrage til vækst.

Sandsynligheden for dette scenarie sættes til 15 %.

Scenarierne giver følgende grafer for udviklingen i omsætning og core ROIC



I det positive scenarie stiger core ROIC som følge af øget AOH, grundet den øgede omsætning mens også OG er forbedret. I det negative scenarie er det modsatte dog tilfældet.

