

Navn: Anna Vase Olesen

Fødselsdato: 200402

Skole: Roskilde Handelsskole

Fag: Studieområdet og studieområdeprojektet,
Samlet vurd. (6680--Gym bekend)

Dato for prøveafleggelse: 19-04-2021

Til censor

Marts 2021

Elevens opgave indeholder fortrolige oplysninger som ikke må videregives eller bruges i anden sammenhæng.

Venlig hilsen

Roskilde Handelsskole

Anne Kirstine Frandsen
uddannelseschef hhx

T: +45 8852 3233
F: +45 8852 3209
pv@rhs.dk

Bakkesvinget 67
DK-4000 Roskilde
www.rhs.dk

STUDIEOMRÅDEPROJEKT HHX 2020/21



NAVN:*

Anna Vase Olesen

KLASSE:*

Hh3i

Studieretnings-
A-fag:*

Virksomhedsøkonomi

2. fag
A, B, C-niveau:*

Finansiering C

OMRÅDE:*

Værdiansættelse

OPGAVEFORMULERING:*

Ofte passer markedsværdien og beregnet værdiansættelse ud fra teori af virksomheder ikke sammen. Er dette også gældende med den danske virksomhed ISS - hvis ja, hvorfor?

Redegør kort for ISS samt for metoder til værdiansættelse af virksomheder.

Analyser med udgangspunkt i en af metoderne for ISS' værdiansættelse.

Diskuter, hvorfor der er forskel på markedsværdien og den beregnede værdi.

(omfang 15-20 sider + eventuelle bilag)

VEJLEDERE:*

1. Jesper Brygger

2. Irene Brink

E-mail: br@rhs.dk

E-mail: ireneb@rhs.dk

AFLEVERINGS-
DATO:*

Besvarelsen uploades via Netprøver.dk – deadline er mandag d. 19. april 2021 inden kl. 16.00 – HUSK deadline da Netprøver.dk lukker for aflevering præcis kl. 16.00!

OPGAVEFORMULERING TILGÆNGELIG KL. 8.00 TIRSDAG D. 6. APRIL 2021

SOP 2020/21

Virksomhedsøkonomi A og Finansiering C

Værdiansættelse

Roskilde Handelsskole



Kilde: ServiceFutures.com - <https://www.servicefutures.com/15-facts-iss-didnt-know>

Vejleder i virksomhedsøkonomi A: Irene Brink

Vejleder i finansiering C: Jesper Brygger

Elev: Anna Vase Olesen

Studieretning: Finans

Klasse: 3i

Resumé

I opgaven sættes der fokus på sammenhængen mellem markedsværdien og en beregnet værdiansættelse, da disse ofte ikke stemmer overens. En virksomheds teoretiske værdi kan beregnes vha. teoretiske modeller, hvorimod markedsværdien bestemmes af aktionærene. I opgaven værdiansættes ISS for at give et billede af, om virksomheden er over- eller undervurderet på markedet. ISS er en dansk servicevirksomhed, der tilbyder facility services på B2B-markedet. For at vurdere servicegigantens værdi anvendes modellen DCF. Til at bestemme prognoserne for de enkelte faktorer i modellen anvendes primære kilder som ISS' årsrapport, aktieanalytikernes vurdering af virksomheden samt VP i ISS, Jens Ebbe Olesen, der har 12 års erfaring med M&A. Den endelige vurdering af ISS gennem værdiansættelsen er, at virksomheden på markedet er undervurderet i forhold til den teoretiske værdi, som lyder på 36,15 mia. kr., der giver en aktiekurs på 194,7 kr. Værdiansættelsen er dermed højere end markedsværdien, som d. 7. april kl. 17 i år er 23,2 mia. kr. værd med en aktiekurs på 125,6 kr. Generelt er der flere årsager til dette. Først er værdiansættelsen baseret på skøn for fremtiden, som godt kan se anderledes ud, når man når dertil. For det andet har ISS fået ny ledelse og strategi, som man ikke har set resultatet af på Free Cash Flow endnu. For det tredje påvirker troen på ISS også værdiansættelsen, hvorfor man kan se, at ISS var den mest shortede danske aktie i januar 2021. Det kan have været årsag til aktiekursens lave værdi, hvilket også afspejles i analytikerens meget forskellige vurderinger af virksomheden. Dog har aktiekursen siden september 2020 været stigende, og det kunne være spændende at foretage en ny værdiansættelse i fremtiden af virksomheden, hvor markedsværdien måske har ændret sig, da denne også påvirker den beregnede værdi af ISS.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	5
2. Undre-spørgsmål og problemstilling	5
3. Metodeovervejelse	5
4. Redegørelse for ISS og metoder til værdiansættelse af virksomheder	7
4.1 Virksomhedskarakteristik af ISS	7
4.2 Metoder for værdiansættelse	8
4.2.1 Relative værdiansættelsesmodeller	8
4.2.2 Substansværdi-modellen	8
4.2.3 Kapitalværdibaserede modeller	9
5. Analyse af ISS' værdiansættelse	10
5.1 Estimering af årlig vækst og fremtidigt EBIT	11
5.2 Estimering af fremtidigt Free Cash Flow	13
5.3 WACC og tilbagediskonteringsats	16
5.3.1 WACC.....	16
5.3.2 Udregning af WACC.....	18
5.3.3 Tilbagediskonteringsatsen	19
5.4 Tilbagediskontering af fremtidigt Free Cash Flow	19
5.5 Delkonklusion	20
5.6 Følsomhedsanalyse af ISS' værdiansættelse	21
5.6.1 Ændring i årlig vækst i terminalåret.....	21
5.6.2 Ændring i operating margin i terminalåret.....	22
5.6.3 Ændring af WACC	23
6. Diskussion af hvorfor der er forskel på markedsværdi og den beregnede værdi	24
6.1 Strategi	25
6.2 Troen på ISS	26
6.3 Prognoser og metode	26
7. Konklusion	27
8. Kildeliste	29
9. Bilag	34
9.1 Bilag 1: ISS overfor OMX C20 de seneste fem år	34
9.2 Bilag 2 - Finansielle nøgletal	35
9.3 Bilag 3: Årsregnskab brugt til udregning af nøgletal samt formel for nøgletallene.....	36
9.4 Bilag 4: Bankers analyser af fremtidig omsætning for ISS	38
9.5 Bilag 5: Historie vækstrater i omsætning (revenue)	39
9.6 Bilag 6: Nøgletal for ISS	39

9.7 Bilag 7: EBIT i 2021 og 2022 ud fra prognoser om omsætning og niveau af operating margin	39
9.8 Bilag 8: Operating-margin historisk set	40
9.9 Bilag 9: Driftskapital.....	40
9.10 Bilag 10: Working capital (driftskapital) andel af cash flow from operating activities	41
9.11 Bilag 11: Total gæld i ISS	41
9.12 Bilag 12: Netto rentebærende gæld til DCF	42
9.13 Bilag 13: Kapitalstrukturen i ISS	43
9.14 Bilag 14: WACC og diskontering af FCF	43
9.15 Bilag 15: Værdiansættelse af ISS	43
9.16 Bilag 16: Fordeling af omsætning.....	44
9.17 Bilag 17: Target prices fra analytikerne	44
9.18 Bilag 18: Engelsk - Dansk oversættelse	45
9.19 Bilag 19: Graf over historisk organisk vækst og omsætning	46
9.20 Bilag 20: Operating margin historisk 2005-2019.....	46

1. Indledning

I den økonomiske verden anvendes værdiansættelse af virksomheder flere steder. Især ser man det ved opkøb og salg af virksomheder, hvor man skal bruge en værdiansættelse til at give et billede af, hvor meget virksomheden, man køber eller sælger, er værd. Det ses bl.a. i TV-programmet, Løvens Hule, hvor løverne og virksomhedsejerne ofte er uenige om værdiansættelsen af virksomheden, som præsenteres. Det var gennem programmet ideen til opgaven opstod, da det er spændende at se, hvor stor forskel der er på værdiansættelsen af en virksomhed, alt efter, hvem som værdiansætter den. I forlængelse anvendes værdiansættelse også på aktiemarkedet i den finansielle verden, hvor børsnoterede virksomheders markedsværdi svinger op og ned mellem kl. 9-17 i alle hverdagene grundet investorernes efterspørgsel. Dog passer markedsværdien og den beregnede værdi ofte ikke sammen, da markedsværdien indeholder flere psykologiske aspekter. Derudover er en teoretisk værdiansættelse primært baseret på kvantitative data. Dette eksemplificeres med en værdiansættelse af ISS, som er valgt, fordi virksomheden sidste år oplevede et kursdyk på 50%¹. Derfor er det spændende at analysere, om virksomheden reelt er mere eller mindre værd end markedsværdien, og hvis den er, hvorfor?

2. Undre-spørgsmål og problemstilling

Ofte passer markedsværdien og beregnet værdiansættelse ud fra teori af virksomheder ikke sammen. Er dette også gældende med den danske virksomhed ISS - hvis ja, hvorfor?

- Redegør kort for ISS samt for metoder til værdiansættelse af virksomheder.
- Analyser med udgangspunkt i en af metoderne for ISS' værdiansættelse.
- Diskuter, hvorfor der er forskel på markedsværdien og den beregnede værdi.

3. Metodeovervejelse

Denne opgave har hovedfokus på at værdiansætte ISS og sammenligne den teoretiske værdi af aktien med markedsværdien af den. Da metoden for værdiansættelse kræver bearbejdning af tal, er opgaven primært udarbejdet på baggrund af kvantitativ metode.

Først er opgaven indledt med det multistrukturelle niveau, hvor der er redegjort for ISS og for forskellige værdiansættelsesmetoder. Her er brugt forskellig empirisk data for at få et mere nuanceret billede af virksomheden. Sekundære kilder som fx Berlingske, Finans og Den Store Danske anvendt.

¹ Bilag 1

Der er også anvendt primære kilder i form af ISS' egen historiebog og hjemmeside. Ved disse kilder er der taget højde for kildekritik, da Berlingske er en borgerlig avis, og derfor er erhvervsvenlig. Derudover er ISS' historiebog en idyllisering af virksomhedens historie. Opsamlet, kombineres flere artikler for at få et bredere perspektiv og mere objektivitet på virksomhedens historie og succes.

Dernæst er der redegjort for forskellige metoder til værdiansættelse. Her er der både brugt engelske og danske internetartikler, men også bøger. Der er bl.a. brugt bogen "*Værdiansættelse af virksomheder og aktier*", som er udgivet af Jurist- og Økonomforbundets forlag fra 2017. Den er troværdig, da den er aktuel og objektiv.

Redegørelsen er afgrænset til en beskrivelse af tre værdiansættelsesmetoder. Herunder relative værdiansættelsesmetoder, substansværdimodellen og kapitalværdibaserede modeller. Dog er Economic Value Added (EVA) bevidst fravalgt for at afgrænse opgaven.

I det relationelle niveau er ISS værdiansat ud fra den redegjorte model, DCF, som indeholder estimater over en 10-årig periode. På den måde bliver der skabt en rød tråd. Her kommer både virksomhedsøkonomi og finansiering til udtryk, da der bliver brugt grundlæggende fagbegreber i værdiansættelsen. Til udregning af WACC for ISS er virksomhedens egen formel fra manualen "*ISS Acquisition Manual*" anvendt, da ISS selv har anvendt denne til deres salg og opkøb af virksomheder. Forudsætningerne i DCF-modellen kræver normalt en due diligence, strategi- og brancheanalyse af ISS. Dette er fravalgt for at afgrænse opgaven, og derfor er opgaven på mikro-niveau. I stedet stammer forudsætningerne for ISS' fremtid fra ISS' årsrapport, der blev udgivet 25. februar 2021, fra store internationale bankers analyse af ISS samt fra Jens Ebbe Olesen, som er VP i ISS med 12 års erfaring med M&A i virksomheden. Dermed bliver opgaven baseret mere på intern analyse fremfor markeds- og eksternanalyse. Opsamlet er der flere kilder på forudsætningerne i værdiansættelsen, og derfor bliver den mere konservativ og troværdig.

Til sidst kommer det udvidede abstrakte niveau til udtryk gennem en diskussion af, hvorfor den beregnede værdi ikke passer med markedsværdien. Dermed inddrages der kvalitativ metode i form af aktieanalytikerens vurdering af ISS' aktier. Ved at kombinere kvalitativ og kvantitativ metode, også kaldet metodetriangulering, styrker det opgaven, da undersøgelsen bliver mere nuanceret.

En anden styrke ved opgaven er, at værdiansættelsen er baseret på den mest komplekse model af de redegjorte modeller, da den tager højde for fremtiden. Dermed bliver værdiansættelsen baseret på forventninger til virksomhedens fremtid. Dog er svagheden ved opgaven, at værdiansættelsen normalt kræver andre eksterne analyser, men grundet afgrænsning er opgaven primært fokuseret på intern analyse af ISS. Derfor kan værdiansættelsen godt blive skæv.

4. Redegørelse for ISS og metoder til værdiansættelse af virksomheder

4.1 Virksomhedskarakteristik af ISS

ISS blev grundlagt i 1901 som vagtselskabet Kjøbenhavn Frederiksberg Nattevagt, der få år senere blev overtaget af Højesteretssagfører C.L. David². I 1934 blev virksomheden Det Danske Rengøringselskab A/S stiftet og var ejet af Kjøbenhavn Frederiksberg Nattevagt. Efter fire årtier som rengøringselskab blev moderselskabet og servicevirksomheden ISS-International Service System A/S stiftet i 1973³.

ISS er på nuværende tidspunkt lokaliseret i over 30 lande med hovedkontor i Søborg. Den danske virksomhed blev børsnoteret for anden gang på fondsbørsen i 2014 efter at være opkøbt af Goldman Sachs og EQT Partners i 2005⁴. Virksomheden blev børsnoteret med en dansk-rekord-størrelse markedsværdi i 20 år på ikke mindre end 29,4 mia kr⁵. ISS tilbyder facility services på B2B-markedet bestående af rengøring, catering, security, support, technical og workplace management⁶. Selskabet har 378.946 ansatte, og er dermed Danmarks største virksomhed målt på ansatte⁷. Virksomheden havde for alvor sine gyldne år fra slut 90'erne og op gennem 00'erne, hvor ISS ekspanderede til mange nye lande på meget kort tid. I perioden 1998-2010 foretog ISS over 700 opkøb indenfor nye services og geografiske udvidelser⁸.

I slut august 2020 overtog Jacob Aarup-Andersen rollen som CEO af ISS. Han var tidligere ansat som CFO i Danske Bank og udråbt til kronprins⁹. I forbindelse med tiltrædelsen af den nye topchef ændrede ISS strategiplan d. 16. december 2020. Efter fem år med svingende resultater, vil ISS med sin nye strategiplan OneISS være førende markedsleder indenfor integrerende facility services samt førende på rengøringsområdet¹⁰.

Den seneste årsrapport udkom d. 25. februar 2021, og som forventet havde Covid19s restriktioner haft betydelige konsekvenser for selskabet. Omsætningen i 2020 var 69,8 mia. kr., som er et fald på 10,1% siden 2019. Derudover var underskuddet på bundlinjen ca. 5,2 mia. kr. i 2020¹¹.

² Han ejede Marienborg, men overdrog senere ejerskabet af ejendommen til staten, som i dag er den siddende statsministers bolig.

³ Wallengren, Cecilie. (2005). *Historien om ISS*. Bording A/S og ISS A/S. s. 7-10

⁴ Dietrich, Ole W.. & Andersen, Victor. (2013, 18. december). *ISS-koncernen*. Den Store Danske.

⁵ Poulsen, Peder Top. (2014, 13. marts). ISS er den største børsnotering i 20 år. *Berlingske*.

⁶ A/S, ISS. (s.d.). *Connecting people, places and productivity*. ISS World.

⁷ ISS. (2021, 28. februar). *ISS Annual Report*. ISS World. s. 84

⁸ Wallengren, Cecilie. (2005). *Historien om ISS*. Bording A/S og ISS A/S. s. 229-231

⁹ BITSCH, ALEXANDER. (2020, 8. september). *Jacob Aarup-Andersen ejer nu ISS-aktier for næsten 10 mio. kr.*. Finans.

¹⁰ A/S, ISS. (2020, 16. december). *ISS launches OneISS strategy with new operating model* [Video]. YouTube. Videoen er 2 min og 31 sekunder.

¹¹ Bilag 2

4.2 Metoder for værdiansættelse

Når man skal værdiansætte virksomheder, er der flere forskellige metoder at anvende. Generelt findes der tre metoder. Herunder relative værdiansættelsesmetoder, substansværdi-modellen og kapitalværdibaserede-modeller.

4.2.1 Relative værdiansættelsesmodeller

Ved denne metode kan man anvende forskellige indtjeningsmultiple såsom Price Earning (P/E), Enterprise Value (EV)/EBIT eller EV/Sales¹². I dette eksempel sættes der fokus på gennemsnitlig P/E for en branche, som betyder, hvad man som aktionær betaler for 1 kroners overskud i virksomheden i gennemsnit¹³. Her kunne multiplen, altså sammenhængen mellem pris og indtjening være 15, altså man betaler 15 kr., for en kroners overskud, hvilket betyder at $P/E = 15$. Vi bruger gennemsnits P/E til at finde værdien af virksomheden, da man ganger den med virksomhedens indtjening. Det kunne eksempelvis være 1,5 mio. kr. Denne indtjening er, efter alle omkostninger er betalt, inklusiv skat. Derfor kan overskuddet ifølge metoden gå til investorerne, da overskuddet overføres til egenkapitalen, som man kan betale udbytte af¹⁴. Dermed er værdien af virksomhedens egenkapital $15 \cdot 1,5 \text{ mio.} = 22,5 \text{ mio. kr.}$ Af de forskellige metoder, er denne den mest simple¹⁵. Derfor anbefales det at supplere med flere metoder, hvor man ser bort fra, at der skal betales skat og renter fx ved EV/EBIT, så værdiansættelsen fastsættes før rentebærende gæld¹⁶.

4.2.2 Substansværdi-modellen

Når man bruger substansværdimodellen til at værdiansætte en virksomhed, tager man likvidationsværdien af virksomhedens aktiver - altså hvad virksomhedens aktiver er værd, hvis man sælger dem på dags dato. Herefter fratrækker man likvidationsværdien af virksomhedens forpligtelser, også dem, som ikke står i virksomhedens passiver under balancen fx eventualforpligtelser¹⁷. Modsat de kapitalværdibaserede modeller er substansværdien et aktuelt billede af virksomhedens værdi her og nu. Man tager ikke højde for fremtiden, og derfor er

¹² Olesen, Jens Ebbe. (2005). *ISS Acquisition Manual*. ISS A/S. Kapitel 5 "Valuation"

¹³ Asmussen, Dina Rosenberg., Møller, Kasper Thordahl. & Østergaard, Jens Åge. (2021). *Finansiering C & B*. Systime.

¹⁴ Anonym. (s.d.). *Egenkapital - hvad er egenkapital?*. E-conomic.

¹⁵ Nørbjerg, Søren. & Plenborg, Thomas. (2009, 1. maj). *SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden*. Klar-Revision.

¹⁶ Anonym. (s.d.). 4.3.1.1. *P/E (Price/Earnings)*. Skat.

¹⁷ Anonym. (s.d.). *Eventualforpligtelser*. Økonomistyrelsen.

værdiansættelsen ved denne metode også minimumsværdien af virksomheden¹⁸. Af denne årsag er metoden også en af de mindst anvendte modeller.

4.2.3 Kapitalværdibaserede modeller

Discounted Cash Flow

En af de kapitalværdibaserede modeller går under navnet Discounted Cash Flow (DCF). Denne metode er generelt underbygget af estimater for virksomhedens økonomiske fremtid. Man estimerer altså den fremtidige resultatopgørelse, og bruger Earnings Before Interest and Tax (EBIT), der på dansk hedder resultat af primær drift, som post til estimatet af det fremtidige Free Cash Flow (FCF)¹⁹. Herefter estimerer man ændringen i working capital (arbejds kapital) m.m. ved fx at tage gennemsnittet af periodens ændring i working capital ganget med væksten. På denne måde følger gennemsnittet af udbetalinger i perioden også udviklingen af virksomhedens vækst²⁰.

Free Cash Flow

For at finde FCF skal man forenklet gøre følgende: *Cash Flow fra Operating Activities* (hvor bl.a. ændringen i arbejdskapitalen samt betalt skat er trukket fra fremtidigt EBIT). Herfra fratrækkes *Cash Flow from Investing Activities* (investeringer i anlægsaktiver). Idet EV opgøres eksklusiv rentebærende gæld, skal renter og finansielle aktiviteter ikke indgå i fremtidigt FCF²¹.

Nu kan man begynde at anvende DCF-modellen. Man estimerer det fremtidige FCF for eksempelvis de næste 10 år i kronologisk rækkefølge. Det sidste år er også terminalåret, hvilket betyder, at det betegner udvikling i al evighed²².

WACC

Herefter udregner man WACC (Weighted Average Cost of Capital), som er kapitalomkostninger, altså $\text{Cost of Equity (i \%)} + \text{Cost of Debt (i \%)}^{23}$. WACC er dermed investorers og långiveres

¹⁸ Nørbjerg, Søren. & Plenborg, Thomas. (2009, 1. maj). *SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden*. Klar-Revision.

¹⁹ Pengestrøm fra drift fratrukket investeringer og skat, men eksklusiv renteomkostninger til långivere => penge, som virksomheden frit kan betale til aktionærene i form af udbytte.

²⁰ Jens Ebbe Olesen, VP i ISS og 12 års erfaring med titlen ”Head of Group M&A” i ISS i perioden 1998-2010

²¹ Olesen, Jens Ebbe. (2005). *ISS Acquisition Manual*. ISS A/S. Kapitel 5 ”Valutation”

²² Andersen, Per Vestergaard. (2017). *Værdiansættelse af virksomheder og aktier: Køb, salg, værdiskabelse, drifts- og værdioptimering* (2. udg.). Jurist- og økonomforbundets forlag. S. 15-19

²³ Olesen, Jens Ebbe. (2005). *ISS Acquisition Manual*. ISS A/S. Kapitel 5 ”Valutation”

minimums afkastningskrav²⁴. Metoden og formlen er yderligere forklaret i et eksempel på værdiansættelse af ISS i analysen. WACC bruger vi til to ting: at bestemme terminalværdien og til at finde diskonteringssatsen.

Net Present Value

Når vi finder terminalværdien, viser det værdien af virksomheden efter år 10. Dette gør man ved formlen; terminalårets FCF $\cdot (1 + \text{årlig vækst}) / (\text{WACC} - \text{årlig vækst})$ ²⁵. Dermed får man terminalværdien, som ikke er korrigeret for, at penge i fremtiden er mindre værd end i dag. Derfor anvender vi diskonteringssatsen ved formlen; $(1 + \text{WACC})^n$, hvor n er terminet, som vi gav estimatårene tidligere²⁶. Diskonteringssatsen stiger med terminerne, da potensen stiger. Næsteften dividerer man FCF-estimerne med diskonteringssatserne for terminet, som er gældende.

Herefter summerer vi det tilbagediskonterede FCF i terminalåret og de første 10 år for at finde værdien af virksomheden i dag, også kaldet Net Present Value (NPV). Hvis man vil finde den teoretiske værdi af en aktie i virksomheden, skal man fratække den rentebærende gæld i NPV og dividere dette med antal aktier. Dermed kan man nu afgøre, om virksomheden er teoretisk mere eller mindre værd end den nuværende markedsværdi²⁷.

Der er en del usikkerheder ved brug af denne metode, da den bygger på estimer, men generelt set, hvis man er konservativ i sine forudsætninger, er denne metode den mest effektive til at finde virksomhedens teoretiske værdi.

Opsamlet er ISS en dansk servicegigant, som har indført ny strategi grundet skift i topledelsen. Derudover findes der flere metoder til værdiansættelse, hvor man i kapitalværdibaserede modeller laver forudsætninger for fremtiden, baseret på den tro, man har på virksomhedens fremtidige FCF.

5. Analyse af ISS' værdiansættelse

Til at undersøge ISS' værdiansættelse, tages udgangspunkt i DCF-modellen, da denne som beskrevet, giver det mest korrekte billede af virksomhedens teoretiske værdi.

²⁴ Anonym. (s.d.). *Værdiansættelse af virksomheder*. PWC.

²⁵ Anonym. (s.d.). *What is the DCF Terminal Value Formula?*. Corporate Finance Institute (CFI).

²⁶ Olesen, Jens Ebbe. (2005). *ISS Acquisition Manual*. ISS A/S. Kapitel 5 "Valutation"

²⁷ Olesen, Jens Ebbe. (2005). *ISS Acquisition Manual*. ISS A/S. Kapitel 5 "Valutation"

5.1 Estimering af årlig vækst og fremtidigt EBIT

Som det fremgik i redegørelsen, skal man starte med at estimere fremtidig årlig vækst, der påvirker EBIT (resultat af primær drift) i resultatopgørelsen. Generelt er der mange eksterne forhold, som påvirker vækst og dermed EBIT. Disse eksterne forhold kunne være øget positiv PR om ISS' CSR-profil. Dette gør ISS mere attraktiv for andre virksomheder, da det også styrker deres CSR-profil at have en virksomhed, der tager stærkt socialt ansvar, som leverandør af en facility service. Hvis ISS opnår større markedsandel, fordi kunderne foretrækker deres service, så opnår ISS alt andet lige større omsætning, større EBIT og bedre nøgletal som fx overskudsgraden (OG), der påvirker afkastningsgraden (AG) positivt. På nuværende tidspunkt ville større OG og AG være positivt for ISS, da de i 2020 havde en AG på -11% og OG på -7%, hvilket betyder at indtjeningen var negativ - omkostningerne var større end indtægterne. Dog havde Covid19, som skrevet tidligere, haft betydelige påvirkninger på omsætningen grundet restriktioner.

En større omsætning grundet øget efterspørgsel kan i nogle tilfælde også betyde flere investeringer i anlægsaktiver, der opkøbes via gæld eller likvide midler, som alt andet lige forværrer likviditeten. I ISS' tilfælde ville det være negativt, da deres likviditetsgrad i perioden 2016-2020 er faldet 20%-point, og er i 2020 99%, som er under tommelfingerreglen på 100-150%²⁸. Det betyder, at virksomheden sidste år havde 1% af deres anlægsaktiver finansieret med kortfristet gæld, hvilket umiddelbart virker uhensigtsmæssigt. Dog har ISS i deres årsrapport skrevet, at de i 2020 har fået nye langfristede kreditfaciliteter på 700 mio. euro, som de kan bruge til at afbetale gæld²⁹. Derudover er virksomheden generelt ikke en virksomhed med mange anlægsaktiver, da de som sagt tilbyder serviceydelser, og ikke er afhængig af store anlægsaktiver såsom maskiner, som en produktionsvirksomhed ville være.

I denne værdiansættelse har der, som nævnet før, været specielt adgang til store internationale bankers analyser af ISS' fremtidige vækst over en treårig periode. I analyserne er netop eksterne forhold inddraget. Heriblandt også økonomiske tab grundet Covid19³⁰. Dermed er der taget et gennemsnit af estimerne for omsætningen i 2021 og 2022, da der er flest observationer herfor.

Af bankerne har SEB og UBS lavet estimer frem til 2023, og her er der i værdiansættelsen anvendt et gennemsnit af den årlige vækst i perioden. UBS forudsætter lavest årlig vækst med 3%, og derfor anvendes denne også i estimat til fremtidig omsætning. Ved at vælge den laveste årlige vækst, opnår man også den laveste værdiansættelse, da Net Present Value (NPV) af ISS i terminalåret vil være

²⁸ Bilag 3

²⁹ ISS, . (2021, 28. februar). *ISS Annual Report* . ISS World. s. 19

³⁰ Bilag 4

mindre, fordi omsætningsvæksten påvirker EBIT, der påvirker FCF, som påvirker værdiansættelsen af virksomheden, da man tilbagediskonterer fremtidigt FCF.

En forudsætning på 3% årlig vækst må være realistisk, hvis man skal tage i betragtning, at ISS historisk har haft gennemsnitlig årlig vækst på 5,6% i perioden 2015-2019³¹. Derudover har virksomheden som sagt igangsat en ny strategi, som man ikke har set resultatet og dermed påvirkning på nøgletal af endnu³².

Til sidst skal EBIT findes, hvor ratioen er kaldet operation margin. Denne bliver påvirket af omkostningerne og omsætningen. Niveaue af EBIT i de to første estimerede år er fundet i ISS' årsrapport. Her står der, at den min. forventes at være 2% i 2021 og over 4% ved indgangen til 2023³³. Derfor anvendes en operating margin på 3,5% i 2022. En stigende operating margin som denne vil øge værdiansættelsen, da EBIT vækster mere i terminalåret. EBIT for 2021 og 2022 er fundet gennem beregning i Ti N-spire på baggrund af prognoser om omsætningen og niveau af operating margin³⁴. Derudover er operating margin i terminalåret 5,3%, fordi niveauet af denne hænger sammen med historisk operating margin, og tallet må derfor være en del af ISS' strategi³⁵. Dermed opstilles en prognose for resultatopgørelsen indtil EBIT, da det er denne post, som vi skal bruge til forudsætning af fremtidigt FCF³⁶:

	Prognose for resultatopgørelse indtil EBIT									Terminal
DKK million	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	E 2028	E 2029	E 2030
Revenue	69.878	72.372	74.543	76.780	79.083	81.455	83.899	86.416	89.009	91.679
Total growth %	0,1%	3,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Organic growth %	0,1%	3,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Staff costs	(43.317)	(44.122)	(45.181)	(46.356)	(47.561)	(48.988)	(50.458)	(51.971)	(53.531)	(55.137)
Consumables	(5.274)	(5.380)	(5.487)	(5.597)	(5.709)	(5.823)	(5.939)	(6.058)	(6.179)	(6.303)
Other operating expenses	(18.234)	(18.599)	(18.785)	(19.161)	(19.640)	(20.229)	(20.836)	(21.461)	(22.104)	(22.768)
Depreciation and amortisation	(1.656)	(1.739)	(1.826)	(1.917)	(2.013)	(2.114)	(2.219)	(2.330)	(2.447)	(2.569)
Operating profit before other items (EBIT)	1.397	2.533	3.264	3.749	4.161	4.302	4.447	4.596	4.748	4.903
Operating margin %	2,0%	3,5%	4,4%	4,9%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%

Figur 1: Prognose for fremtidig resultatopgørelse

Note: Markeret med grønt er forudsætningerne fra bankerne og ISS' årsrapport. Derudover kan udviklingen i omsætning og organisk vækst ses som graf i bilag 19.

³¹ Bilag 5

³² Bilag 6

³³ ISS, (2021, 28. februar). ISS Annual Report . ISS World. s. 9

³⁴ Bilag 7

³⁵ Bilag 8

³⁶ Personaleomkostninger, vareforbrug, andre driftsomkostninger og afskrivninger er fundet ved at tage gennemsnit af perioden og gange med væksten. Omkostningerne følger derfor væksten.

Opsamlende, kan man nu bruge EBIT til estimering af fremtidigt FCF.

5.2 Estimering af fremtidigt Free Cash Flow

Når man estimerer fremtidigt FCF, starter man med at overføre EBIT, som fremgår i figur 1, til øverste post i pengestrømsopgørelsen. Det samme gælder *Depreciation and amortisation* (afskrivninger), der også blev fundet i prognosen for resultatopgørelsen i figur 1. Niveaueet af disse er voksende, eftersom omsætningen stiger, må man også forvente, at virksomheden køber flere anlægsaktiver, der skal afskrives på. Som nævnt i redegørelsen ser man bort fra finansielle aktiviteter, altså rentebærende gæld og dermed også renter i estimatårene, da man bruger nuværende gæld til at finde Value of Equity (værdi af egenkapital), og af denne årsag udarbejdes der ikke estimater for disse i prognosen³⁷.

Da ISS er en international virksomhed, er skattesatsen svær at finde, fordi lande har forskellige skattesatser og skattefradrag. Derfor betaler ISS i denne prognose 25% af EBIT for de estimerede år, da det er selskabsskatten i Danmark³⁸. Dette gør værdiansættelsen lavere, da Danmark generelt set er et land, hvor virksomheder og borgere skal betale mere i skat. Desto mere skat man betaler, desto lavere bliver FCF, og jo lavere bliver værdiansættelsen.

Særligt vigtigt, er det at nævne *changes in working capital*, (ændring i arbejdskapitalen (driftskapitalposter)). Arbejdskapitalen er defineret som ”den del af virksomhedens omsætningsaktiver, der direkte er bestemt af ændringer i aktiviteten, dvs. køb og salg.” (Virksomhedsøkonomi, *Systeme*)³⁹. Formlen for driftskapitalen er normalt omsætningsaktiver fratrukket kortfristet gældsforpligtelser. Men i dette tilfælde fratrækkes likvide midler fra omsætningsaktiver og lån og provision fra kortfristet gældsforpligtelser, for at følge samme regnskabsprincipper som ISS, som skal bruges til værdiansættelsen⁴⁰.

Driftskapital viser, hvor mange penge virksomheden har bundet i tilgodehavender m.v. modregnet skyldige poster til leverandører m.m., som forfalder i løbet af et år. Dermed er høj driftskapital generelt set godt, men vedvarende høj driftskapital kan betyde, at virksomheden er nødsaget til at binde kapital i tilgodehavender m.v. hvilket kan begrænse virksomhedens mulighed for vækst, hvis de ikke har likvide midler eller kreditfaciliteter til at finansiere væksten. Dog kan man se, at ISS’

³⁷ Andersen, Per Vestergaard. (2017). *Værdiansættelse af virksomheder og aktier: Køb, salg, værdiskabelse, drifts- og værdioptimering* (2. udg.). Jurist- og økonomiforbundets forlag. S. 36

³⁸ Anonym. (s.d.). *Selskabsskat*. E-conomic.

³⁹ Hay, Peder Vinther Emdal., Frølich, Henrik., Poulsen, Marianne., Størup, Gitte. & Hassing, Jeanette. (2017). *Virksomhedsøkonomi*. Systeme. <https://virksomhed.systeme.dk> Kapitel 11.2

⁴⁰ ISS. (2021, 28. februar). *ISS Annual Report*. ISS World. s. 45

ændring i driftskapital i de estimerede år er negativ, og at driftskapitalen i 2020 var negativ⁴¹. Ud fra disse prognoser betyder det, at ISS' leverandører m.v., er med til at finansiere den fremtidige vækst. For at ISS stadig skal kunne betale sine kortfristede gældsforpligtelser kræves det, at kredittiden hos kunderne er mindre end kredittiden hos leverandørerne, så ISS altid kan betale den kortfristede gæld, når den forfalder. Dog som nævnt har virksomheden fået 700 mio. euro. i nye langfristede kreditfaciliteter i 2020, som styrker virksomhedens likviditet. Den negative udvikling i driftskapitalen påvirker også FCF negativt, da *cash flow from operating activities* bliver mindre. Dog udgør ændringen i driftskapitalen kun 4% i forhold til værdien af *cash flow from operating activities*, så en væsentlig påvirkning har det ikke⁴².

En anden faktor i estimerne, som ikke påvirker værdien af FCF er posterne *Acquisition of businesses* og *Divestment of businesses* (køb og salg af virksomheder).⁴³ Disse poster er ikke inddraget i estimerne. Derudover er *other expenses paid* (andre omkostninger) heller ikke inddraget for 2022 og frem. Der blev betalt 441 mio. kr. i 2020, som dækker over hackerangrebet mod i ISS i februar 2020⁴⁴. Derudover gennemførte ISS en større restrukturering i 2020 hvoraf 500 mio. betales i 2021, da restruktureringen færdiggøres her, og bliver en udbetaling.

⁴¹ Bilag 9

⁴² Bilag 10

⁴³ Oversættelse i bilag 18

⁴⁴ ISS, . (2021, 28. februar). *ISS Annual Report*. ISS World. s. 16

Efter at alt dette er taget i betragtning, kan man nu opstille fremtidigt FCF⁴⁵:

DKK million	Future Cash flow													Terminal
	2017	2018	2019	2020	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	E 2028	E 2029	E 2030
Operating profit before other items	3.995	3.698	3.252	(3.226)	1.397	2.533	3.264	3.794	4.253	4.398	4.546	4.697	4.852	5.010
Operating profit before other items from discontinued operations	187	134	127	70										
Depreciation and amortisation	712	681	1.617	1.855	1.656	1.739	1.826	1.917	2.013	2.114	2.219	2.330	2.447	2.569
Share-based payments (non-cash)	12	19	18	27										
Changes in working capital	203	144	(2.019)	951	(180)	(187)	(192)	(198)	(204)	(210)	(216)	(223)	(230)	(237)
Changes in provisions, pensions and similar obligations	(246)	(195)	225	1.512	(72)	(75)	(77)	(79)	(81)	(84)	(86)	(89)	(92)	(94)
Other expenses paid	(98)	(17)	(16)	(441)	(500)									
Interest received	41	25	45	71										
Interest paid	(381)	(479)	(672)	(514)										
Income taxes paid	(812)	(663)	(513)	(666)	(349)	(633)	(816)	(949)	(1.063)	(1.099)	(1.136)	(1.174)	(1.213)	(1.253)
Cash flow from operating activities	3.613	3.347	2.064	(361)	1.951	3.377	4.005	4.486	4.917	5.118	5.325	5.541	5.764	5.996
Acquisition of businesses	(1.650)	(35)	(75)	(102)										
Divestment of businesses	229	38	691	505										
Acquisition of intangible assets and property, plant and equipment	(992)	(1.052)	(1.133)	(712)	(972)	(1.007)	(1.037)	(1.068)	(1.100)	(1.133)	(1.167)	(1.202)	(1.238)	(1.276)
Disposal of intangible assets and property, plant and equipment	85	84	38	31	64	66	68	70	72	75	77	79	82	84
Acquisition of financial assets, net	(7)	(20)	(51)	(48)	(32)	(33)	(34)	(35)	(36)	(37)	(38)	(39)	(40)	(41)
Cash flow from investing activities	(2.335)	(985)	(530)	(326)	(940)	(973)	(1.002)	(1.033)	(1.064)	(1.095)	(1.128)	(1.162)	(1.197)	(1.233)
Proceeds from bonds and senior facilities	4.439	-	3.695	3.694										
Repayment of bonds and senior facilities	(2.230)	-	(6.717)	(2.234)										
Payment of lease liabilities	(6)	(88)	(1.080)	(1.019)										
Other financial payments, net	158	(210)	(337)	662										
Proceeds from issuance of share capital	-	-	-	-										
Capital increase, non-controlling interests	-	-	-	-										
Purchase of treasury shares	-	-	-	-										
Dividends paid to shareholders	(1.418)	(1.422)	(1.422)	-										
Dividends paid to non-controlling interests	(5)	(3)	(10)	-										
Cash flow from financing activities	938	(1.723)	(5.871)	1.103	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total cash flow	2.216	639	(4.337)	416	1.012	2.404	3.002	3.453	3.854	4.022	4.197	4.379	4.567	4.763
Investments in equity-accounted investees			40	28	34	35	36	37	38	40	41	42	43	45
Addition of right-of-use assets, net			(592)	(732)	(662)	(686)	(706)	(727)	(749)	(772)	(795)	(819)	(843)	(869)
Free cash flow (reported)	2.699	2.359	366	(1.794)	384	1.753	2.332	2.763	3.143	3.290	3.443	3.602	3.767	3.939
Factoring variation		(1.545)	1.255	301	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Free cash flow (adjusted)	2.699	814	1.621	(1.493)	384	1.753	2.332	2.763	3.143	3.290	3.443	3.602	3.767	3.939

Figur 2: Prognose for fremtidigt FCF

For at finde FCF gør man som nævnt følgende: *cash flow from operating activities* - *cash flow from investing activities* - *investments in equity-accounted investees* - *addition of right-of-use assets, net*.

Herefter udregnes WACC og tilbagediskonteringsraten, som skal bruges i selve værdiansættelsesmodellen.

⁴⁵ Alle udbetalingerne på nær skat i *cash flow from operating activities* er fundet ved at tage gennemsnit af perioden og gange det med den årlige vækst. På denne måde følger udbetalingerne også væksten. Under posten *changes in provisions, pensions and similar obligations* er der ikke taget højde for 2020, da der har været høje omkostninger til restrukturering. Det er ikke muligt at spå om *factoring variation* (forskellen mellem periodens salg af tilgodehavender til fx en bank) og denne er derfor sat til 0 i alle estimatårene.

JEO = ISS' FCF opererer de med addition of right-use-assets, net, som er operationelle leasingaktiviteter, som sidestilles med investeringer, og er derfor med i FCF.

5.3 WACC og tilbagediskonteringsats

Til at starte med udregner man WACC, da denne også skal bruges som komponent i formelen for udregning af tilbagediskonteringsatsen.

5.3.1 WACC

Dette udtryk er kort beskrevet i redegørelsen som investorers og långiveres minimums afkastkrav og beregnes som Cost of Equity (i %) + Cost of Debt (i%). På mange måder minder WACC og afkastningsgraden om hinanden. Afkastningsgraden kigger på den historiske regnskabsmæssige værdi, mens WACC beregnes på baggrund af markedsværdi og rentebærende gæld inklusive skat. Forsimplet kan man sige, at WACC er långivernes og investorernes krav til den fremtidige afkastningsgrad, hvor der er taget højde for skat vedrørende långivernes afkastningskrav.

En mere dybdegående forklaring med ISS' WACC bruges som eksempel her.

Der findes flere måder at beregne WACC på. I dette eksempel bruges ISS' egen metode⁴⁶, som de selv har anvendt gennem årtier til at værdiansætte virksomheder, som de enten selv skulle købe eller sælge.

Komponenterne i fremgangsmetoden er følgende;

Udregning af Cost of Equity

Beta (β) = Volatilitet i aktien. Også beskrevet som, hvor meget aktien svinger i forhold markedet generelt⁴⁷. Hvis $\beta=1$ så følger aktien og markedet hinanden. I ISS' tilfælde er β 5Y for aktien 1.48⁴⁸, hvilket vil sige, at ISS' aktie svinger 48% mere end markedet generelt. En årsag til det høje β kan skyldes udviklingen de seneste to år. Her har OMX C20 været nogenlunde konstant stigende, hvis man ser bort fra Covid19-crashet i ultimo marts 2020. Dog har ISS ikke fulgt denne tendens og har været konstant faldende siden 2019, men har siden september 2020 været stigende⁴⁹. Derfor øger dette WACC, da man som investor vil kræve mere i afkast, når man investerer i en usikker virksomhed.

⁴⁶ Olesen, Jens Ebbe. (2005). *ISS Acquisition Manual*. ISS A/S. Kapitel 5 "Valutation"

⁴⁷ Kenton, Will. (s.d.). *Beta*. Investopedia.

⁴⁸ Anonym. (s.d.). *ISS A/S*. Yahoo Finance.

⁴⁹ Bilag 1

Market Risk Premium (MRP) = Herefter skal man finde MRP, da denne skal ganges med beta. MRP er det historiske generelle merafkast på en aktie i forhold til 10-årige statsobligationer⁵⁰. Det gennemsnitlige merafkast er, ifølge en undersøgelse foretaget af PwC, 5,8% i 2020⁵¹. Derfor anvendes denne i værdiansættelsen af ISS. Havde merafkastet været højere, havde WACC også været højere og værdiansættelsen var blevet lavere grundet større tilbagediskonteringsrate.

Når man har ganget MRP og Beta med hinanden, får man Equity Risk Premium, som er et led i Cost of Funding for egenkapitalen.

Risk Free Rate = Renten på en 10-årig statsobligation. Lige nu er renten negativ, men dette er ikke logisk muligt i al evighed, da man i øjeblikket får penge for at låne penge. I samme undersøgelse lavet af PwC har man adspurgt 24 respondenter i 2019 og 2020, hvor medianen begge år på den 10-årige obligationsrente skulle være 2,0%⁵². Derfor anvendes denne rente i udregningen af WACC.

Herefter lægges Risk Free Rate og Equity Risk Premium sammen, som giver Cost of Funding for egenkapitalen⁵³.

Udregning af Cost of Debt

På samme måde som i Cost of Equity, bruger man også Risk Free Rate i udregningen til Cost of Debt.

Credit Spread Over Premium = Credit Spread er bl.a. forskellen mellem renten på statsobligationer og bankobligationer⁵⁴. Det vil sige, at Credit Spread Over Premium⁵⁵ er, hvad investoren kræver i rente for at investere i banken i stedet for statsobligationen. Dermed er Credit Spread Over Premium forskellig alt efter, hvilket land man er i, da lande har forskellige renter på statsobligationer. Jo højere Credit Spread desto højere bliver WACC, og dermed sænkes værdiansættelsen af virksomheden. Ifølge en undersøgelse af Danske Bank er Credit Spread for low-risk obligationer 2,5% i forhold til statsobligationer⁵⁶. Derfor anvendes denne også her.

⁵⁰ Anonym. (s.d.). *Værdiansættelse af virksomheder*. PwC. 3-5

⁵¹ Anonym. (s.d.). *Værdiansættelse af virksomheder*. PwC. s. 5

⁵² Anonym. (s.d.). *Værdiansættelse af virksomheder*. PwC. s. 4

⁵³ Olesen, Jens Ebbe. (2005). *ISS Acquisition Manual*. ISS A/S. Kapitel 5 "Valutation"

⁵⁴ GANTI, AKHILESH. (2021, 3. februar). *Credit Spread*. Investopedia.

⁵⁵ Premium = hvad en investor kræver i udbytte for at investerer sin kapital i fx banken

⁵⁶ Bank, Danske. (s.d.). *Why high-yield corporate bonds are attractive in a low interest rate environment*. Danske Invest

ISS funding margin = Det er, hvad bankerne kræver i merrente i forhold til Credit Spread Over Premium og Risk Free Rate for deres långivning til ISS. Denne afhænger af relationen til banken samt ISS' soliditet. I forbindelse med nøgletal vil en lav soliditetsgrad øge virksomhedens funding margin, da bankerne vil kræve mere i afkast på deres investering, fordi virksomheden vil være mere risikabel at investere i. Da ISS soliditetsgrad er 18%⁵⁷ i 2020, må man forvente, at ISS' funding margin er højere end angivet i *ISS Aquisition Manual*, som sætter den til 0,35%. I forbindelse med angivelsen af funding margin, har virksomheden i 2020 udstedt fem-årige obligationer for 500 mio. euro, hvor der er en kuponrente på 1,25%⁵⁸. Derudover nævnes det i årsrapporten at renten til kreditfaciliteterne er 1,75%. Derfor anvendes denne til ISS' funding margin er 1,75%⁵⁹. Herefter summerer man risikofri rente, Credit Spread over Premium og ISS funding margin for at få Pre-Tax Cost of Debt.

Tax rate = Skattesats. I Danmark er selskabsskatten, som beskrevet før, 25%⁶⁰. Reelt betaler ISS lavere skat, men da det som nævnt er meget besværligt at regne ud, anvendes 25% for udregning af WACC. Man bruger tax-rate, fordi renter er fradragsberettigede i opgørelsen for skattepligtig indkomst. Derfor ganger man Pre-Tax Cost of Debt med 1-Tax Rate for at få Cost of Funding for gælden. Dermed vil en lavere tax rate øge procenten for Cost of Debt, og øge WACC som sænker værdiansættelsen, og omvendt med en højere skattesats.

5.3.2 Udregning af WACC

For at udregne WACC bruger man kapitalstrukturen i virksomheden. Man lægger markedsværdien og den netto rentebærende gæld sammen⁶¹. ISS' markedsværdi er 23,2 mia. kr. d. 7. april 2020⁶². Derudover er den rentebærende gæld i virksomheden 18,6 mia. kr⁶³, hvorfra likvide midler fratrækkes. Dermed bliver netto rentebærende gæld 15,9 mia. kr⁶⁴. Herefter finder man, hvor stor en andel hver af de to ting udgør af totalen. Andelen skal ganges med Cost of Funding for egenkapital og gæld, og her finder man *Weighted Cost of Capital* for begge forhold. Disse lægger man sammen, også har man WACC - afkastkravet:

⁵⁷ Bilag 6

⁵⁸ Anonym. (s.d.). *ISS udsteder femårig obligation for 500 mio. euro*. FINANS.

⁵⁹ ISS. (2021, 28. februar). *ISS Annual Report*. ISS World. s. 73

⁶⁰ Anonym. (s.d.). *Selskabsskat*. E-conomic.

⁶¹ Oversættelse i bilag 18

⁶² Anonym. (s.d.). *ISS A/S*. Yahoo Finance.

⁶³ Bilag 11

⁶⁴ Bilag 12

	Cost of Equity	Cost of Debt
Equity Risk Index (Beta)	1,48	
Market Risk Premium %	5,80%	
Equity Risk Premium (Beta * Market Risk Premium)	8,58%	
Risk free rate (i.e. risk free statebond)	2,00%	2,00%
Credit spread over premium		2,50%
ISS funding margin		1,75%
Pre-tax cost of debt		6,25%
Tax rate		25,00%
Cost of funding	10,58%	4,69%
ISS capital structure	59,33%	40,67%
Weighted cost of capital	6,28%	1,91%
WACC		8,19%

Figur 3: Udregning af WACC

Af figur 3 fremgår det, at WACC for ISS er 8,19%⁶⁵.

5.3.3 Tilbagediskonteringsatsen

Med WACC kan man beregne diskonteringsatsen. Jo højere WACC er desto højere bliver diskonteringsatsen, og værdien af virksomheden bliver lavere. Diskonteringsatsen findes som nævnt ved formlen $(1+WACC)^n$. Herefter kan vi tilbagediskontere fremtidigt FCF, som fremgår af figur 2, så man kan udregne PV af det fremtidige FCF⁶⁶. I løbet af årene kan man også se, at diskonteringsatsen stiger, da potensen øges, hvilket den gør, da 1 kr. i fremtiden som sagt er mindre værd end 1 kr. i dag.

5.4 Tilbagediskontering af fremtidigt Free Cash Flow

Når man har fundet tilbagediskonteringsatsen, skal FCF divideres med den. For at finde terminalværdien skal man gøre følgende: terminal årets FCF · (1+årlig vækst)/(WACC-årlig vækst). Hermed kan man udlede, at især årlig vækst og WACC-raten har betydning for terminalårets værdi. Det kan derfor konkluderes, at en forøgelse af WACC-raten får værdien i terminalåret til at falde, da nævneren i brøken bliver større. På den modsatte måde vil en forøgelse af årlig vækst øge værdien af

⁶⁵ Bilag 13

⁶⁶ Bilag 14

terminalåret. En mere gennemgående forklaring af dette, og hvordan det påvirker værdiansættelsen af virksomheden, findes under følsomhedsanalyserne senere.

For at finde NPV af virksomheden summeres alle estimaterne inklusiv terminalværdien, og så har man værdien af virksomheden eksklusiv gæld. Dermed er NPV af ISS 52.050.966.000 kr. svarende til 52,05 mia. kr. ekskl. gæld⁶⁷.

5.5 Delkonklusion

Hermed er værdien af virksomheden fundet, hvor man som sagt ser bort fra netto rentebærende gæld. Dog indebærer en værdiansættelse af en virksomheds aktier, at man fratrækker netto rentebærende gæld fra NPV. ISS har som udregnet før en netto rentebærende gæld på 15,9 mia. kr⁶⁸.

Når man udregner virksomhedens netto rentebærende gæld i forbindelse med DCF-modellen, fratager man, som tidligere skrevet, likvide midler fra total rentebærende gæld, da disse midler kan bruges til at afbetale en del af den rentebærende gæld med det samme⁶⁹. Dermed vil flere likvide midler øge værdiansættelsen, da den rentebærende gæld ville kunne reduceres yderligere.

Ved at fratække 15,9 mia. fra 52,06 mia. får man den teoretiske værdi af virksomhedens samlede aktier (Value of Equity). Dernæst kan man finde den teoretiske værdi af en aktie ved at dividere værdien af virksomheden (Value of Equity) med antal aktier på markedet. Da ISS har 185.668.000 aktier på markedet, deler vi med dette.

Enterprise Value (NPV), i tusinder	52.051.344
Gæld, i tusinder kr	15.901.000
Value of Equity, i tusinder kr	36.150.344
Aktier på markedet, i tusinder	185.668
Teoretisk værdi af aktie	194,70

Figur 4: Teoretisk værdi af ISS' aktie

Af figur 4 fremgår det, at ISS d. 7. april 2021 er 36,15 mia. kr. værd, og hvis den teoretiske værdi skulle afgøre aktieprisen, så skulle den være 194,7 kr. Dermed er virksomhedens teoretiske værdi altså mere værd end markedsværdi. Den nuværende pris på en ISS-aktie er 125,6 kr. (7. april 2020 kl

⁶⁷ Bilag 15

⁶⁸ Bilag 12

⁶⁹ Jens Ebbe Olesen, VP i ISS og 12 års erfaring med titlen "Head of Group M&A" i ISS i perioden 1998-2010

17.00)⁷⁰, hvilket vil sige at den teoretiske værdi er 69,1 kr. mere værd pr. aktie. Man kan udelukkende på baggrund af denne beregning argumentere for, at ISS er for lavt værdiansat på aktiemarkedet.

Dog er der som sagt mange usikkerheder ved prognoserne i værdiansættelse ved brug af DCF-modellen.

5.6 Følsomhedsanalyse af ISS' værdiansættelse

Som nævnt kort før er enhver værdiansættelse særlig afhængig af forudsætningerne for terminalåret. En lille ændring i fx væksten i terminalåret kan have stor betydning for værdiansættelsen af virksomheden. For at give et visuelt og beregnet eksempel på dette, bruger man følsomhedsanalyser, hvor man varierer i skønnene på fremtiden. Følsomhedsanalyser bruges mange steder indenfor den økonomiske verden, og i denne sammenhæng, kan det bruges til at vise, hvor stor risiko for udsving i resultatet, der er ved værdiansættelsen af ISS. Derudover kan en følsomhedsanalyse i både den finansielle og økonomiske verden bruges, til at vælge mellem alternativinvesteringer. For ISS er der en lang række faktorer, som værdiansættelsen er afhængig af. Dog er længden af opgaven begrænset, og derfor er der lavet tre følsomhedsanalyser for henholdsvis vækst, operating margin og WACC, og hvordan ændringer af disse vil påvirke værdiansættelsen af ISS. Indledningsvist kommer der en følsomhedsanalyse, hvor den årlige vækst i terminalåret justeres.

5.6.1 Ændring i årlig vækst i terminalåret

Den årlige vækst bruges til at udregne terminalværdien af virksomhedens fremtidige FCF. Derfor vil en justering af denne have betydelig indflydelse på værdiansættelsen af virksomheden. Nedenstående er opstillet et skema, hvor følsomhedsanalysen tager højde for årlig vækst i terminalåret fra 1-5%⁷¹:

Følsomhedsanalyse - årlig vækst i terminalåret					
Årlig vækst i terminalåret	1%	2%	3%	4%	5%
Værdiansættelse, i tusinder	25.951.603,81	30.226.646,98	36.150.344,15	44.904.215,33	59.153.123,23
Fair Value af aktie	139,77	162,80	194,70	241,85	318,60
Indeks	71,79	83,61	100,00	124,22	163,63

Figur 5: Følsomhedsanalyse - årlig vækst i terminalåret

Som man kan se på figur 5, er værdiansættelsen fra tidligere analyse markeret med grøn. Særligt interessant er det at kigge på den teoretiske værdi af aktien, som ved 2%-point stigning, til 5% årlig vækst, stiger med 123,89 kr. pr. aktie til 318,59 kr. Dermed stiger værdiansættelsen af virksomheden

⁷⁰ Anonym. (s.d.). ISS A/S. Yahoo Finance.

⁷¹ Udregning er lavet på samme måde som i analysen - det er bare årlig vækst i terminalåret, som er ændret.

med 23 mia. kr. til 59,15 mia. kr., svarende til en stigning på 63,6%. Dog kan man på den anden side argumentere for, hvor realistisk en forudsætning på årlig vækst på 5% i terminalåret er. Når ISS i forvejen er en veletableret virksomhed, så er sandsynligheden meget lille for, at de kommer til at vækste 5% årligt i al evighed. Især hvis man også inddrager eksterne forhold såsom inflationsniveau og eksterne konkurrenter, der kan overtage en del af ISS' markedsandel. Dette argumenteres yderligere for i diskussionen.

Hvis man kigger på den anden ende af følsomhedsanalysen, hvor den årlige vækst er 1% i terminalåret, oplever man en værdiansættelse på bare 25,95 mia. kr. Her er værdiansættelsen kun faldet med 10,5 mia. kr. svarende til 28,2% og den teoretiske værdi af aktiekursen er faldet med bare 54,9 kr. Dermed kan man se, at en stigning i vækst i terminalåret har større indflydelse på værdiansættelsen og dermed aktiekursen, end hvad en lavere vækst i terminalåret har. Dette hænger sammen med tankegangen bag renters renter.

Særligt interessant er det at nævne, at selvom virksomheden kun vækster 1% årligt i terminalperioden, så er værdiansættelsen stadigvæk højere end den nuværende markedsværdi på 23,2 mia. kr. d. 7. april 2020 kl. 17⁷².

Opsamlet kan man sige, at større procentsatser på årlig vækst i terminalåret påvirker værdiansættelsen mere, så værdien af virksomheden stiger markant mere, end hvordan procentsatser på lavere årlig vækst påvirker den teoretiske værdi og aktiekurs, så de falder.

5.6.2 Ændring i operating margin i terminalåret

En anden af de mange faktorer, som har stor betydning for værdiansættelsen af ISS, er operating margin i terminalåret. Operating margin bliver brugt som en af hovedposterne til at estimere FCF. Derved vil en ændring i denne i terminalåret påvirke FCF, som påvirker PV af FCF, der påvirker værdiansættelsen. Derfor er opstillet fem forskellige scenarier på operating margin på baggrund af historisk operating margin for ISS⁷³ i nedenstående skema⁷⁴:

Følsomhedsanalyse - operating margin i terminalåret					
Operating margin i terminalår	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%
Værdiansættelse, i tusinder	29.307.364,90	32.572.612,43	36.150.344,15	39.103.107,50	42.368.355,03
Fair Value af aktie, kr	157,85	175,43	194,70	210,61	228,19
Indeks	81,07	90,10	100,00	108,17	117,20

Figur 6: Følsomhedsanalyse - operating margin i terminalåret

⁷² Anonym. (s.d.). ISS A/S. Yahoo Finance.

⁷³ Bilag 20

⁷⁴ Udregningen er lavet på samme måde, som i den oprindelige værdiansættelse af ISS. Der er kun ændret i terminalårets operating margin i prognosen for resultatopgørelsen, som kan findes visuelt i analysen på s. 9.

Ligesom følsomhedsanalysen før er de grønne felter en repræsentation af værdiansættelsen fra den tidligere analyse af ISS med de oprindelige forudsætninger.

I forhold til den anden følsomhedsanalyse er det også i figur 6 tydeligt at se, hvor meget effekt operating margin har på værdiansættelsen af virksomheden. Hvis operating margin er 4,3% i terminalåret er ISS 29,3 mia. kr. værd, som er et fald på 18,93%. Derudover er virksomheden i dette scenarie højere teoretisk værdiansat end markedsværdien af den.

På den modsatte side af følsomhedsanalysen ved en operating margin på 6,3% er værdiansættelsen steget ca. 5,2 mia. kr., og aktiekursen er steget med 33,19 kr. til 228,19 kr. svarende til en stigning på 17,2%.

Dermed kan man konkludere, at en lavere operating margin på 4,3% med et fald på 1%-point har større indflydelse på værdiansættelsen, end en stigning på 1%-point til 6,3% i operating margin har, hvilket er den modsatte sammenhæng end bevist i følsomhedsanalysen, hvor man ændrer på årlig vækst i terminalåret.

Dog har operating margin i terminalåret mindre betydning for værdiansættelsen end årlig vækst i terminalåret, da ændringen i værdiansættelsen og dermed aktiekursen er mindre ved operating margin end vækst i terminalåret.

5.6.3 Ændring af WACC

Sidst, men ikke mindst opstilles en følsomhedsanalyse på WACC, som også kan ændre sig i form af mere volatilitet i aktien eller andre eksterne faktorer såsom renten på den 10-årige statsobligation, som også påvirker MRP.

Følsomhedsanalyse - WACC					
WACC	6,2%	7,2%	8,2%	9,2%	10,2%
Værdiansættelse, i tusinder	71.329.302,30	49.435.416,69	36.150.344,15	26.926.719,81	20.397.928,76
Fair Value af aktie	384,18	266,26	194,70	145,03	109,96
Indeks	197,31	136,75	100,00	74,49	56,43

Figur 7: Følsomhedsanalyse - WACC

Som man kan se ud fra figur 7, vil lavere WACC give højere værdiansættelse, mens højere WACC giver lavere værdiansættelse. Dette er netop pga., at afkastningskravet stiger, som påvirker tilbagediskonteringsraten, og får den til at stige, der får PV af FCF til at falde, som får NPV af virksomheden til at falde. Derudover falder terminalværdien også, da man bruger WACC i nævneren ved udregning af dette.

Hvis WACC falder 2%-point grundet fx lavere funding margin eller Credit Spread Over Premium, der får Cost of Funding for gæld til at falde, og dermed WACC til at falde, så stiger den beregnede værdiansættelse 97,2% til ca. 71,3 mia. kr. svarende til en stigning på 35,15 mia. kr., der får aktiekursen til at stige 189,5 kr. til 384,18 kr. pr. aktie. Omvendt vil en stigning i WACC på 2%-point få værdiansættelsen til at falde 15,75 mia. kr. svarende til et fald på 43,57% til 20,4 mia. kr., og aktiekursen bliver dermed 109,96 kr. pr. aktie, som også er lavere den nuværende markedsværdi af aktien⁷⁵.

Opsamlet kan man sige, at niveauet af WACC-raten også har betydelig påvirkning på værdiansættelsen af virksomheden.

Alt i alt er ISS' teoretiske værdiansættelse ud fra de oprindelige prognoser og estimater 36,15 mia. kr. værd og aktiekursen burde være 194,7 kr. Dog kan man ud fra følsomhedsanalyserne se, hvor stor indflydelse de forskellige forhold påvirker den samlede værdi af virksomheden. Heriblandt har især årlig vækst i terminalåret og WACC stor betydning for værdiansættelsen af ISS. Der er også en række andre faktorer, som har betydning for værdiansættelsen af en virksomhed. Herunder er der psykologiske og eksterne forhold, der spiller ind over markedets vurdering af en aktie.

6. Diskussion af hvorfor der er forskel på markedsværdi og den beregnede værdi

Som nævnt før, er der mange eksterne forhold, som påvirker markedsværdien af en aktie. Man kan ikke kun vurdere en virksomheds værdi ud fra en teoretisk beregning, da man netop kan være uenige om de forskellige forudsætninger for virksomheden.

Dette blev også bevist i følsomhedsanalyserne ovenover. Her så man, hvor stor indflydelse især WACC og vækst i terminalåret har for virksomhedens værdi. Tror man ikke på en fremtid for ISS, vil prognoserne have set anderledes ud, og disse ville have påvirket værdiansættelsen negativt.

Nogle af de psykologiske aspekter vil diskuteres, men da opgaven, som nævnt tidligere, er afgrænset, er der kun sat fokus på argumenter, der også kort tidligere er indledt til i opgaven.

⁷⁵ Anonym. (s.d.). ISS A/S. Yahoo Finance. Aktien er målt d. 7. april 2021 kl. 17

6.1 Strategi

Generelt har virksomheders strategi på markedet stor indflydelse på resultaterne⁷⁶. Man kan derfor argumentere for, at en mere sikker strategi vil give sikre resultater, hvorimod en ny strategi og ændring i planen for fremtiden har mere usikre resultater. Dermed i sammenhæng med ISS' nye strategi, som går ud på at være markedsleder og førende for rengøring er meget målrettet og ambitiøst, og kan give andre resultater end forventet⁷⁷. Ingen kan med sikkerhed spå om fremtiden, og om hvorvidt disruption fra den teknologiske udvikling kan overtage mange af ISS udbudte faciliteter. Dog har virksomheden med sin 120 års historik overlevet adskillige industrielle revolutioner, hvor de har formået at udnytte nye produkter, som er blevet opfundet i forbindelse med revolutionen. Hvis man netop udnytter produkterne, effektiviserer man også sin virksomhed. Derudover er det også kun rengøring ud af de seks services, som ISS tilbyder, der er i fare for at blive erstattet af den konstante teknologiske udvikling⁷⁸. Dog udgør rengøring også 48% af virksomhedens omsætning, så det er nødvendigt for ISS at opretholde deres konkurrenceevne og efterspørgslen efter deres service på markedet indenfor netop dette område⁷⁹.

Ikke desto mindre har ledelsen af ISS også en konstant indflydelse på virksomhedens strategi og værdier. Jacob Aarup-Andersen er netop fortaler for det nye ISS. Som nævnt har han ingen erfaring indenfor facility-services-branchen, og derfor kan spekulanternes tiltro til ISS også forværres. Dog kan et nyt pust udefra være netop det, ISS trænger til for at blive succesfuld efter 10 år med tidligere CEO Jeff Gravenhorst⁸⁰. Derudover handler popularitet og vedholdenhed af en virksomhed i dag om meget mere end bare overskud på bundlinjen. Man skal leve op til CSR-krav fra investorerne, og derfor er ISS nødt til også at fokusere på stakeholder value, hvor man bl.a. går ind for diversitet og ligestilling, for at tilfredsstille alle interessenter. De har allerede taget første skridt på vejen, som kommer til udtryk gennem CSR-rapporten ved nyt fokus på diversitet og inklusion, social mobilitet og værdighed⁸¹. Selvom, man selvfølgelig også skal sætte fokus på shareholder value og skabe gode resultater, så spiller CSR en betydelig effekt på efterspørgslen af virksomhedens services. Dette tyder på, at hvis man formår at stå stærkt socialt og økonomisk, så kan man skabe bedre resultater og mere vækst i FCF i fremtiden, som øger værdiansættelsen.

⁷⁶ Anonym forfatter. (2004, 26. september). Senest redigeret (2012, 27. maj). Aktieskolen 5: Hvad bestemmer kursen på en aktie? *Berlingske Business*.

⁷⁷ ISS, . (2021, 28. februar). *ISS Annual Report*. ISS World. s. 3

⁷⁸ Institut, Teknologisk. (2019, september). *Fremtidens teknologier og kvalifikations- krav inden for rengøringsbranchen*. Teknologisk Institut.

⁷⁹ Bilag 16

⁸⁰ BITSCH, ALEXANDER. (2020, 5 maj). Jeff Gravenhorst forlader ISS - Jacob Aarup-Andersen skal tage over. *Finans*.

⁸¹ ISS (2021, 25. februar). *ISS CSR Report*. ISS World.

6.2 Troen på ISS

Man kan overordnet sige, at det, en værdiansættelse handler om, er troen på virksomheden. ISS er generelt en virksomhed med lav tiltro fra investorer. Dette blev bevist i ultimo januar 2021, hvor virksomhedens aktie, var den mest shortede danske aktie på markedet⁸². En årsag til dette kan være, at virksomheden sidste år har været meget begrænset af restriktioner, som, nogle investorer forudså, ville påvirke resultatet, og derfor skabte det en trend at shorte ISS. På den måde kan sidste års shortede aktivitet på ISS-aktien, have været en komponent, som har presset prisen ned, men lige så meget en komponent, der kan få prisen til at skyde i været. Forstået på den måde, at når der sidder mange investorer short i ISS, så satser de på, at prisen falder yderligere, og nu hvor ISS siden januar 2021 har været stigende⁸³, kan det være katalysatoren, som får aktien til at stige, da alle shortpositionerne vil være nødsaget til at blive opkøbt til kursprisen for at undgå for store tab. Når aktien begynder at stige grundet opkøb af short-positionerne, vil mindre investorer opleve FOMO (fear of missing out) og købe ISS aktier, som får den til at stige yderligere. Dette går også under betegnelsen short squeeze. Netop dette så man bl.a. ske i en voldsom kaliber med aktien GameStop, som steg 1641% på to uger i løbet af januar 2021⁸⁴.

Ydermere er tiltroen til ISS hos aktieanalytikerne også meget forskellig. Dette afspejler sig i deres target price på ISS-aktien. På den ene side, kan man se at SEB går efter en target price på 135 kr., hvorimod Morgan Stanley mener, aktien er 75 kr. værd⁸⁵. På den anden side mener Lau Svensson, som er anerkendt dansk analytiker, også at ISS er for lavt værdiansat på markedet⁸⁶. Dermed kan selv de store banker og analytikere ikke blive enige om, hvor meget aktien skal koste, og hvor stor tiltro, de har til ISS.

6.3 Prognoser og metode

Til sidst skal det nævnes, at prognoserne i analysen af værdiansættelsen, er et skøn på fremtiden, og at det sikkert ikke kommer til at se sådan ud. På den ene side er skønnene konservative, men på den anden side sker der mange eksterne ting i verden, som har stor indflydelse på ISS. Det er Covid19 et pragteksemplar på, hvor man så mange virksomheder rundt om i verden gå konkurs pga. restriktionerne, og andre der oplevede uforudsigelig høj efterspørgsel grundet den såkaldte ”Corona-

⁸⁰ Anonym. (s.d.). *Statistik for korte positioner i danske aktier, ultimo januar 2021*. Finanstilsynet.

⁸³ Anonym. (s.d.). *ISS A/S*. Yahoo Finance .

⁸⁴ Anonym. (s.d.). *GameStop A/S*. Yahoo Finance .

⁸⁵ Bilag 17

⁸⁶ Voergaard, Peter. (2020, 25. september). Analytiker om ISS ”De er blevet et byttedyr”. *Euromonitor*.

effekt". Det var der ingen, som havde forudset i deres værdiansættelser. Derfor skal resultatet af værdiansættelsen tages med et gran salt, da det er scenarier, der er afhængige af mange faktorer, som bl.a. også blev bevist i følsomhedsanalysen. Derudover findes der mange andre metoder og modeller at anvende til værdiansættelse af børsnoterede virksomheder, som i mange tilfælde ville give et andet resultat. Til forskel fra værdiansættelse ved DCF, ville værdiansættelse ud fra substansværdimodellen have givet et meget lavere resultat, da det som beskrevet i redegørelsen er minimumsværdien af virksomheden.

Alt i alt er der mange forhold, som påvirker prisen på en aktie. Først og fremmest har virksomhedens strategi og ledelse en stor betydning for, hvordan de opnår vækst. Derudover er der nye krav for interessenter, som skal opfyldes. Til sidst er det kun skøn, værdiansættelsen er baseret på og derfor er værdiansættelsen af virksomheden ikke fuldkommen præcis, men kan give et billede af, hvor meget virksomheden cirka er værd.

7. Konklusion

ISS er en dansk veletableret virksomhed med rødder tilbage fra 1901, som i dag tilbyder seks forskellige facility services på B2B-markedet i over 30 lande.

For at vurdere ISS' værdi findes der flere forskellige værdiansættelsesmetoder. Herunder de relative værdiansættelsesmodeller, substansværdimodeller og kapitalværdi-baserede modeller. Ud fra modellen DCF er ISS værdiansat til at være teoretisk 36,15 mia. kr. værd og burde have en aktiekurs på 197,4 kr. Kort sagt er virksomhedens beregnede værdi mere værd, end hvad markedsværdien er. Dog blev det også bevist, hvor stor afhængighed der er mellem værdiansættelsen og faktorer som WACC, årlig vækst og operating margin i terminalåret, der alle påvirker estimaterne for fremtiden og dermed værdien.

Det blev bevist gennem følsomhedsanalyser, at årlig vækst i terminalåret og WACC, er de faktorer, som har størst indflydelse på virksomhedens værdiansættelse. Derudover har psykologiske aspekter også indflydelse på værdien - eksempelvis efterspørgslen på ISS' services, som bl.a. kan påvirkes gennem fokus på stakeholder value og CSR-tiltag. Ydermere påvirker strategi og ledelse også resultatet af værdiansættelsen, da det styrer, hvilken vej virksomheden tager. Til sidst påvirker troen på ISS også værdiansættelsen. I januar 2021 var ISS den mest shortede danske aktie, og derfor havde investorer lav tiltro til virksomheden, der også kan have påvirket markedsværdien negativt.

Opsamlet er der mange forhold, der spiller ind over værdiansættelsen af ISS. Der er både interne, men såvel også eksterne forhold. En teoretisk værdiansættelse er altid baseret på skøn om fremtiden

på baggrund af kvantitative data, mens markedsværdien også inddrager flere psykologiske aspekter, der påvirker virksomhedens værdi. Derfor er der forskel på markedsværdien og den beregnede værdi, da tiltroen til virksomheden fra investoren er altafgørende for værdien af virksomheden på markedet.

8. Kildeliste

Internetartikler

A/S, ISS. (s.d.). *Connecting people, places and productivity*. ISS World.
<https://www.issworld.com/en/services/services-we-offer/workplace>

Anonym. (s.d.). *4.3.1.1. P/E (Price/Earnings)*. Skat. Lokaliseret den 6 .april 2021 på
<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813242&chk=216301>

Anonym. (s.d.). *Egenkapital - hvad er egenkapital?*. E-conomic. Lokaliseret den 6.april 2021 på
<https://www.e-conomic.dk/regnskabsprogram/ordbog/egenkapital>

Anonym. (s.d.). *Eventualforpligtelser*. Økonomistyrelsen. Lokaliseret den 6.april 2021 på
<https://oes.dk/oekonomi/oeav/regnskabsregler/passiver/eventualforpligtelser/>

Anonym. (s.d.). *ISS A/S*. Yahoo Finance. Lokaliseret den 9.april 2021 på
<https://finance.yahoo.com/quote/ISS.CO/financials?p=ISS.CO>

Anonym. (s.d.). *GameStop A/S*. Yahoo Finance . Lokaliseret den 9.april 2021 på
<https://finance.yahoo.com/quote/GME/key-statistics?.tsrc=applewf>

Anonym. (s.d.). *ISS udsteder femårig obligation for 500 mio. euro*. FINANS. Lokaliseret den 9.april 2021 på
<https://finans.dk/investor/ECE12258927/iss-udsteder-femaarig-obligation-for-500-mio-euro/?ctxref=ext>

Anonym. (s.d.). *Selskabsskat*. E-conomic. Lokaliseret den 9.april 2021 på <https://www.e-conomic.dk/regnskabsprogram/ordbog/selskabsskat>

Anonym. (s.d.). *Statistik for korte positioner i danske aktier, ultimo januar 2021*. Finanstilsynet. Lokaliseret den 9.april 2021 på https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2021/Korte_positioner_januar

Anonym. (s.d.). *What is the DCF Terminal Value Formula?*. Corporate Finance Institute (CFI). Lokaliseret den 6.april 2021 på <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/modeling/dcf-terminal-value-formula/>

Anonym. (2021, 13. April). CPH:ISS. *Google Finans*. <https://www.google.com/finance/quote/ISS:CPH?comparison=INDEXNASDAQ%3AOMXC20&window=5Y>

Anonym forfatter. (2004, 26. september). Senest redigeret (2012, 27. maj). Aktieskolen 5: Hvad bestemmer kursen på en aktie? *Berlingske Business*. <https://www.berlingske.dk/business/aktieskolen-5-hvad-bestemmer-kursen-paa-en-aktie>

BITSCH , ALEXANDER . (2020, 8. september). *Jacob Aarup-Andersen ejer nu ISS-aktier for næsten 10 mio. kr.*. *Finans*. Lokaliseret den 6 .april 2021 på <https://finans.dk/erhverv/ECE12397517/jacob-aarupandersen-ejer-nu-issaktier-for-naesten-10-mio-kr/?ctxref=ext>

BITSCH, ALEXANDER. (2020, 5 maj). Jeff Gravenhorst forlader ISS - Jacob Aarup-Andersen skal tage over. *Finans*. Lokaliseret den 14. april på <https://finans.dk/erhverv/ECE12148814/jeff-gravenhorst-forlader-iss-jacob-aarupandersen-skal-tage-over/?ctxref=ext>

Dietrich, Ole W.. & Andersen, Victor. (2013, 18. december). *ISS-koncernen*. Den Store Danske. Lokaliseret den 6.april 2021 på <https://denstoredanske.lex.dk/ISS-koncernen>

Kenton, Will. (s.d.). *Beta*. Investopedia. Lokaliseret den 9.april 2021 på <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>

Lindberg, Maria. (2011, 17. oktober). ISS bliver i familien. *Berlingske*. <https://www.berlingske.dk/virksomheder/iss-bliver-i-familien>

Poulsen, Peder Top. (2014, 13. marts). ISS er den største børsnotering i 20 år. *Berlingske*.
<https://www.berlingske.dk/aktier/iss-er-den-stoerste-boersnotering-i-20-aar>

Ruskov, Jens. (2015, 30. oktober). Så mange ansatte har de 1000 største virksomheder. *Berlingske*.
<https://www.berlingske.dk/business/saa-mange-ansatte-har-de-1000-stoerste-virksomheder>

Voergaard, Peter. (2020, 25. september). Analytiker om ISS ”De er blevet et byttedyr”. *Euromonitor*.
<https://www.euroinvestor.dk/nyheder/analytiker-om-iss-de-er-blevet-et-byttedyr>

Videoer

A/S, ISS. (2020, 16. december). *ISS launches OneISS strategy with new operating model* [Video].
YouTube. Videoen er 2 min og 31 sekunder. <https://www.youtube.com/watch?v=tZv4KC5gacc>

PDF

Anonym. (s.d.). *Værdiansættelse af virksomheder*. PWC.
<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2020/vaerdiansaettelse-af-virk-publ.pdf>

Institut, Teknologisk. (2019, september). *Fremtidens teknologier og kvalifikationskrav inden for rengøringsbranchen*. Teknologisk Institut. Lokaliseret den 9.april 2021 på <http://www.susudd.dk/wp-content/uploads/Analyse-Fremtidens-teknologier-og-kvalifikationskrav-inden-for-rengøringsbranchen.pdf>

ISS, . (2007, ??). *ISS Annual Report*. ISS World. Lokaliseret den 6 .april 2021 på <https://inv.issworld.com/static-files/a25a489d-8cdd-461d-a2fd-927ea1dbb1d1>

ISS, . (2011, 11. februar). *ISS Annual Report*. ISS World. Lokaliseret den 6 .april 2021 på <https://inv.issworld.com/static-files/1cf2d36b-f37f-4aea-b9f6-c126fa247717>

ISS, . (2015, ??). *ISS Annual Report*. ISS World. Lokaliseret den 6 .april 2021 på <https://inv.issworld.com/static-files/01adfee6-945f-4e7f-bb9c-e86f6b0f83bc>

ISS, . (2021, 25. februar). *ISS Annual Report*. ISS World. Lokaliseret den 6 .april 2021 på <https://brand.issworld.com/m/4169fd395b94c41/original/ISS-Annual-Report-2020.pdf>

ISS (2021, 25. februar). *ISS CSR Report*. ISS World. Lokaliseret d. 6 april 2021 på <https://brand.issworld.com/m/34292f17211801c6/original/2020-ISS-Corporate-Responsibility-Report.pdf>

Nørbjerg, Søren. & Plenborg, Thomas. (2009, 1. maj). *SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden*. Klar-Revision. Lokaliseret den 6.april 2021 på <https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf>

Bank, Danske. (s.d.). *Why high-yield corporate bonds are attractive in a low interest rate environment*. Danske Invest. https://www.danskeinvest.com/web/show_download.hent_fra_arkiv?p_vId=whitepaper-highyield_ny.pdf

Bøger

Andersen, Per Vestergaard. (2017). *Værdiansættelse af virksomheder og aktier: Køb, salg, værdiskabelse, drifts- og værdioptimering* (2. udg.). Jurist- og økonomforbundets forlag.

Anonym. (2005). *ISS Acquisition Manual*. ISS A/S.

Asmussen, Dina Rosenberg., Møller, Kasper Thordahl. & Østergaard, Jens Åge. (2021). *Finansiering C & B*. Systeme. <https://finansieringcb.systeme.dk>

Hay, Peder Vinther Emdal., Frølich, Henrik., Poulsen, Marianne., Størup, Gitte. & Hassing, Jeanette. (2017). *Virksomhedsøkonomi*. Systeme. <https://virksomhed.systeme.dk>

Wallengren, Cecilie. (2005). *Historien om ISS*. Bording A/S og ISS A/S.

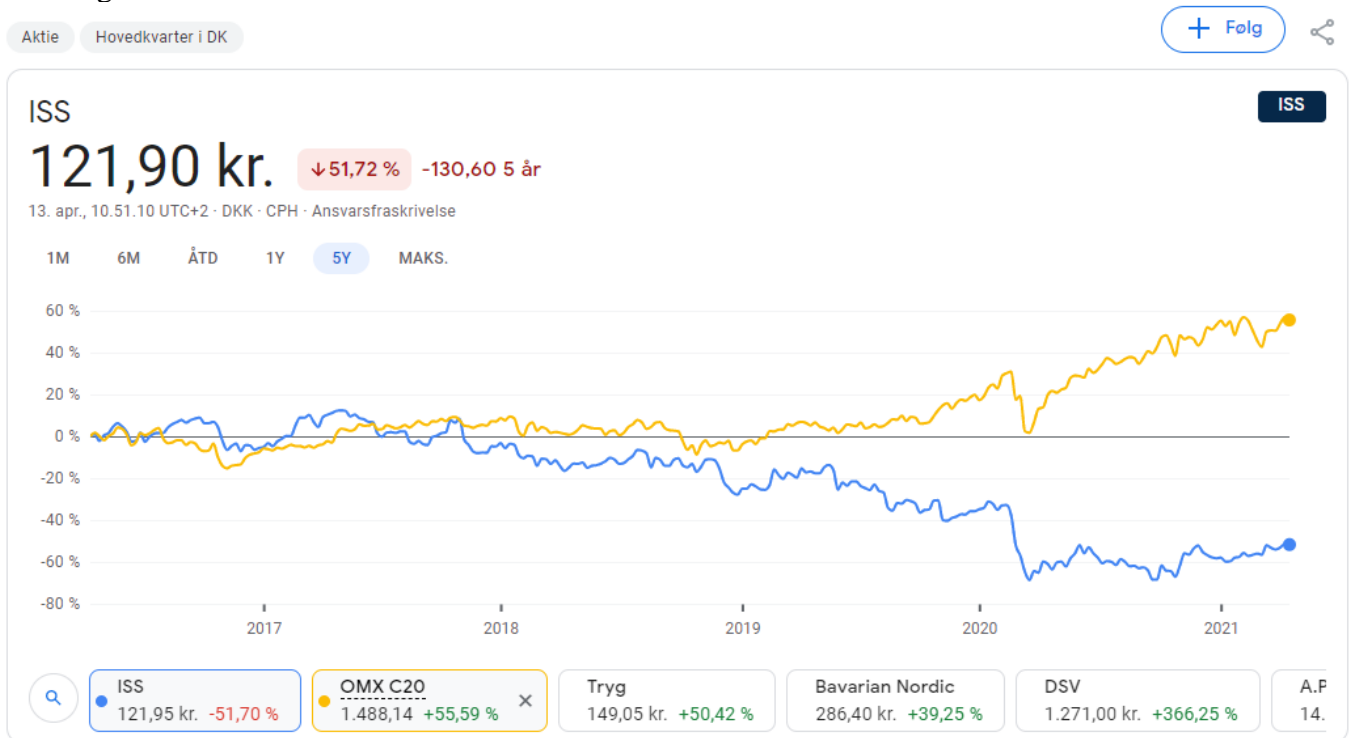
Østergaard, Birte Ravn., Mortensen, René., Bregendahl, Michael. & Haase, Morten. (???). *Marketing - en grundbog i afsætning*. <https://marketing.systeme.dk>

Personer

Jens Ebbe Olesen, VP i ISS og 12 års erfaring med titlen "*Head of Group M&A*" i ISS i perioden 1998-2010

9. Bilag

9.1 Bilag 1: ISS overfor OMX C20 de seneste fem år



Kilde: Google Finance

9.2 Bilag 2 - Finansielle nøgletal

Financials	2020	2019	2018	2017	2016
Results (DKKm)					
Revenue	69,823	77,698	73,592	73,577	78,658
Operating profit before other items	(3,226)	3,252	3,698	3,995	4,403
Operating profit	(4,730)	2,522	2,386	3,247	3,567
Pro forma adjusted EBITDA	(1,373)	4,838	4,539	4,964	5,072
Financial expenses, net	(542)	(703)	(590)	(498)	(465)
Net profit from continuing operations	(5,231)	1,153	1,223	2,130	2,228
Net profit from discontinued operations ²⁾	36	218	(932)	(123)	(8)
Net profit	(5,195)	1,371	291	2,007	2,220
Cash flow (DKKm)					
Cash flow from operating activities	(361)	2,064	3,347	3,613	3,690
Acquisition of intangible assets and property, plant and equipment, net	(681)	(1,095)	(968)	(907)	(805)
Free cash flow (see note 2.7)	(1,794)	366	2,359	2,699	2,910
Financial position (DKKm)					
Total assets	43,605	50,061	49,811	50,835	48,782
Goodwill	19,662	21,257	20,911	22,894	22,354
Additions to property, plant and equipment	389	673	882	742	649
Equity	6,545	12,547	12,472	13,814	13,910
Net debt	15,802	14,730	10,757	11,325	10,977
Shares ('000)					
Number of shares issued	185,668	185,668	185,668	185,668	185,668
Number of treasury shares	970	970	1,001	1,509	2,120
Average number of shares (basic)	184,698	184,692	184,558	184,027	183,613
Average number of shares (diluted)	185,136	186,000	185,420	185,299	185,054

Kilde: ISS' årsrapport 2020

9.3 Bilag 3: Årsregnskab brugt til udregning af nøgletal samt formel for nøgletallene
Årsregnskab

	Realiseret resultatopgørelse						
DKK million	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Revenue	74.105	79.579	78.658	73.577	73.592	77.698	69.823
Total growth %	-	7,4%	-1,2%	-6,5%	0,0%	5,6%	-10,1%
Organic growth %	-	4,4%	3,4%	2,9%	3,9%	7,1%	-6,5%
Staff costs	(48.849)	(51.900)	(50.477)	(46.108)	(46.589)	(48.937)	(46.082)
Consumables	(6.413)	(6.808)	(6.603)	(6.599)	(7.007)	(7.553)	(5.671)
Other operating expenses	(13.961)	(15.602)	(16.346)	(16.237)	(15.680)	(16.355)	(19.456)
Depreciation and amortisation	(732)	(736)	(689)	(638)	(618)	(1.601)	(1.840)
Operating profit before other items (EBIT)	4.150	4.533	4.543	3.995	3.698	3.252	(3.226)
Operating margin %	5,6%	5,7%	5,8%	5,4%	5,0%	4,2%	-4,6%
Other income and expenses, net	(160)	44	(132)	(244)	(125)	(91)	(983)
Goodwill impairment	(448)	(95)	(202)	(68)	(724)	(304)	(432)
Amortisation/impairment of customer contracts	(588)	(654)	(642)	(436)	(463)	(335)	(89)
Operating profit	2.954	3.828	3.567	3.247	2.386	2.522	(4.730)
Financial Income and expenses, net	(1.296)	(709)	(465)	(498)	(590)	(703)	(542)
Profit before tax	1.658	3.119	3.102	2.749	1.796	1.819	(5.272)
Income taxes	(644)	(901)	(874)	(619)	(573)	(666)	41
Net profit/(loss) from continuing operation:	1.014	2.218	2.228	2.130	1.223	1.153	(5.231)
Net profit/(loss) from discontinued operatic	-	-	(8)	(123)	(932)	218	36
Net profit/(loss)	1.014	2.218	2.220	2.007	291	1.371	(5.195)

DKK million	Balance						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ASSETS							
Intangible assets	27.465	27.242	26.361	26.665	24.306	24.565	22.518
Property, plant and equipment	1.638	1.613	1.572	1.593	1.558	4.472	3.546
Deferred tax assets	755	931	861	700	706	662	818
Other financial assets	431	425	358	331	304	336	354
Non-current assets	30.289	30.211	29.152	29.289	26.874	30.035	27.236
Inventories	309	299	276	286	257	275	175
Trade receivables	10.446	10.770	11.307	11.583	9.858	12.085	9.861
Tax receivables	212	263	235	204	73	87	163
Other receivables	1.449	1.677	1.992	1.988	2.615	3.103	1.567
Cash and cash equivalents	3.557	4.526	4.300	6.275	6.834	2.670	2.742
Assets held for sale	472	1.539	1.520	1.210	3.300	1.806	1.861
Current assets	16.445	19.074	19.630	21.546	22.937	20.026	16.369
Total assets	46.734	49.285	48.782	50.835	49.811	50.061	43.605
EQUITY AND LIABILITIES							
Equity attributable to owners of ISS A	12.910	14.494	13.910	13.804	12.458	12.523	6.516
Non-controlling interests	10	10	10	10	14	24	29
Total equity	12.920	14.504	13.920	13.814	12.472	12.547	6.545
Loans and borrowings	14.887	14.926	15.055	17.290	17.382	16.308	17.345
Pensions and similar obligations	1.415	1.683	1.638	1.291	1.161	1.259	1.507
Deferred tax liabilities	1.415	1.475	1.383	1.267	1.130	1.344	1.022
Provisions	348	277	256	218	199	258	624
Non-current liabilities	18.065	18.361	18.332	20.066	19.872	19.169	20.498
Loans and borrowings	1.338	752	283	381	278	1.197	1.298
Trade and other payables	5.109	5.639	6.709	7.059	6.695	7.034	5.083
Tax payables	170	386	339	279	339	276	142
Other liabilities	8.707	9.007	8.586	8.575	8.218	8.625	7.899
Provisions	249	192	187	233	158	308	1.302
Liabilities held for sale	176	444	426	428	1.779	905	838
Current liabilities	15.749	16.420	16.530	16.955	17.467	18.345	16.562
Total liabilities	33.814	34.781	34.862	37.021	37.339	37.514	37.060
Total equity and liabilities	46.734	49.285	48.782	50.835	49.811	50.061	43.605

Kilde: ISS' årsrapport 2020

Formler til udregning af nøgletal:

$$\text{Soliditetsgrad} = \frac{\text{Egenkapital} \cdot 100}{\text{Aktiver}}$$

$$\text{Gældsrente} = \frac{\text{Finansielle omkostninger} \cdot 100}{\text{Gældsforpligtelser}}$$

$$\text{Likviditetsgrad} = \frac{\text{Omsætningsaktiver} \cdot 100}{\text{Kortfristede gældsforpligtelser}}$$

$$\text{Overskudsgraden} = \frac{\text{Resultat før finansielle omkostninger} \cdot 100}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$\text{Aktivernes omsætningshastighed} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Aktiver}}$$

$$\text{Afkastningsgraden} = \frac{\text{Resultat før finansielle omkostninger} \cdot 100}{\text{Aktiver}}$$

$$\text{Egenkapitalens forrentning} = \frac{\text{Resultat før skat} \cdot 100}{\text{Egenkapitalen}}$$

Note: Kilde - Virksomhedsøkonomi (Systime)

9.4 Bilag 4: Bankers analyser af fremtidig omsætning for ISS

Omsætning i mio kr	E2021	E2022	E2023	Gennemsnitlig vækst - 3 år
ABG	72132	73972		
SEB	69519	72764	75241	3,4%
Carnegie	70905	73777		
Kepler	69128,9	70552,4		
Oddo	68947	71269		
UBS	68640	71901	74056	3,0%
Gennemsnit	69878,65	72372,5667	74648,5	

Ovenfor ses estimaterne for de forskellige banker. Ud af alle analyser havde kun to af bankerne lavet forudsætning for omsætning i 2023.

9.5 Bilag 5: Historie vækstrater i omsætning (revenue)

	Vækstrater					
DKK million	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Revenue	-	7,4%	-1,2%	-6,5%	0,0%	5,6%

Kilde: ISS' årsrapport

9.6 Bilag 6: Nøgletal for ISS

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Afkastningsgrad	8%	7%	6%	5%	5%	-11%
Overskudsgrad	5%	5%	4%	3%	3%	-7%
Aktivernes omsætningshastighed, g	1,6	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6
Gældsrente	-2%	-1%	-1%	-2%	-2%	-1%
Egenkapitalens forrentning	22%	22%	20%	14%	14%	-81%
Likviditetsgrad	116%	119%	127%	131%	109%	99%
Soliditetsgrad	42%	40%	37%	33%	33%	18%

Kilde: ISS' årsrapport + bilag 3 for formler og tal

9.7 Bilag 7: EBIT i 2021 og 2022 ud fra prognoser om omsætning og niveau af operating margin

$$2021 = \text{solve}\left(\frac{x}{69879} = 0.02, x\right) \blacktriangleright x = 1397.58 \qquad 2022 = \text{solve}\left(\frac{x}{72373} = 0.035, x\right) \blacktriangleright x = 2533.055$$

Kilde: ISS' årsrapport og bank-analytikerne

9.8 Bilag 8: Operating-margin historisk set

Realiseret resultatopgørelse							
DKK million	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Revenue	74.105	79.579	78.658	73.577	73.592	77.698	69.823
Total growth %	-	7,4%	-1,2%	-6,5%	0,0%	5,6%	-10,1%
Organic growth %	-	4,4%	3,4%	2,9%	3,9%	7,1%	-6,5%
Staff costs	(48.849)	(51.900)	(50.477)	(46.108)	(46.589)	(48.937)	(46.082)
Consumables	(6.413)	(6.808)	(6.603)	(6.599)	(7.007)	(7.553)	(5.671)
Other operating expenses	(13.961)	(15.602)	(16.346)	(16.237)	(15.680)	(16.355)	(19.456)
Depreciation and amortisation	(732)	(736)	(689)	(638)	(618)	(1.601)	(1.840)
Operating profit before other items (EBIT)	4.150	4.533	4.543	3.995	3.698	3.252	(3.226)
Operating margin %	5,6%	5,7%	5,8%	5,4%	5,0%	4,2%	-4,6%

Note: I forhold til organisk vækst kan man ikke forudsige dette, da det er umuligt at spå om valutaændringer og M&A (salg og opkøb af virksomheder), og derfor sættes denne til det samme, som den årlige totale vækst i virksomheden⁸⁷.

9.9 Bilag 9: Driftskapital

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Omsætningsaktiver ekskl. Likvide midler	12.888	14.548	15.330	15.271	16.103	17.356	13.627
Kortfristet gældsforpligtelser ekskl. Lån og provisions	14.162	15.476	16.060	16.341	17.031	16.840	13.962
Driftskapital	(1.274)	(928)	(730)	(1.070)	(928)	516	(335)

Note: Her fratrækkes likvide midler, lån og provision, da det ikke har noget at gøre med driftskapitalen => metoden er gjort på denne måde, så den matcher ISS' metode⁸⁸.

Kilde: ISS' årsrapport 2020

⁸⁷ Jens Ebbe Olesen, VP i ISS og 12 års erfaring med titlen "Head of Group M&A" i ISS i perioden 1998-2010

⁸⁸ Jens Ebbe Olesen, VP i ISS og 12 års erfaring med titlen "Head of Group M&A" i ISS i perioden 1998-2010

9.10 Bilag 10: Working capital (driftskapital) andel af cash flow from operating activities

	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	E 2028	E 2029	E 2030
Changes in working capital	(180)	(187)	(192)	(198)	(204)	(210)	(216)	(223)	(230)	(237)
Cash flow from operating activities	1.951	3.377	4.005	4.452	4.848	5.046	5.252	5.465	5.686	5.915
Andel	9%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

Kilde: ISS' årsrapport 2020

9.11 Bilag 11: Total gæld i ISS

EQUITY AND LIABILITIES	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Equity attributable to owners of ISS A/S	12.910	14.494	13.910	13.804	12.458	12.523	6.516
Non-controlling interests	10	10	10	10	14	24	29
Total equity	12.920	14.504	13.920	13.814	12.472	12.547	6.545
Loans and borrowings	14.887	14.926	15.055	17.290	17.382	16.308	17.345
Pensions and similar obligations	1.415	1.683	1.638	1.291	1.161	1.259	1.507
Deferred tax liabilities	1.415	1.475	1.383	1.267	1.130	1.344	1.022
Provisions	348	277	256	218	199	258	624
Non-current liabilities	18.065	18.361	18.332	20.066	19.872	19.169	20.498
Loans and borrowings	1.338	752	283	381	278	1.197	1.298
Trade and other payables	5.109	5.639	6.709	7.059	6.695	7.034	5.083
Tax payables	170	386	339	279	339	276	142
Other liabilities	8.707	9.007	8.586	8.575	8.218	8.625	7.899
Provisions	249	192	187	233	158	308	1.302
Liabilities held for sale	176	444	426	428	1.779	905	838
Current liabilities	15.749	16.420	16.530	16.955	17.467	18.345	16.562
Total liabilities	33.814	34.781	34.862	37.021	37.339	37.514	37.060
Total equity and liabilities	46.734	49.285	48.782	50.835	49.811	50.061	43.605

	Langfristede	Kortfristede	I alt
Total gæld	17.345	1.298	18.643

Kilde: ISS' årsrapport 2020

9.12 Bilag 12: Netto rentebærende gæld til DCF

DKK million	Balance						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ASSETS							
Intangible assets	27.465	27.242	26.361	26.665	24.306	24.565	22.518
Property, plant and equipment	1.638	1.613	1.572	1.593	1.558	4.472	3.546
Deferred tax assets	755	931	861	700	706	662	818
Other financial assets	431	425	358	331	304	336	354
Non-current assets	30.289	30.211	29.152	29.289	26.874	30.035	27.236
Inventories	309	299	276	286	257	275	175
Trade receivables	10.446	10.770	11.307	11.583	9.858	12.085	9.861
Tax receivables	212	263	235	204	73	87	163
Other receivables	1.449	1.677	1.992	1.988	2.615	3.103	1.567
Cash and cash equivalents	3.557	4.526	4.300	6.275	6.834	2.670	2.742
Assets held for sale	472	1.539	1.520	1.210	3.300	1.806	1.861
Current assets	16.445	19.074	19.630	21.546	22.937	20.026	16.369
Total assets	46.734	49.285	48.782	50.835	49.811	50.061	43.605
EQUITY AND LIABILITIES							
Equity attributable to owners of ISS A/S	12.910	14.494	13.910	13.804	12.458	12.523	6.516
Non-controlling interests	10	10	10	10	14	24	29
Total equity	12.920	14.504	13.920	13.814	12.472	12.547	6.545
Loans and borrowings	14.887	14.926	15.055	17.290	17.382	16.308	17.345
Pensions and similar obligations	1.415	1.683	1.638	1.291	1.161	1.259	1.507
Deferred tax liabilities	1.415	1.475	1.383	1.267	1.130	1.344	1.022
Provisions	348	277	256	218	199	258	624
Non-current liabilities	18.065	18.361	18.332	20.066	19.872	19.169	20.498
Loans and borrowings	1.338	752	283	381	278	1.197	1.298
Trade and other payables	5.109	5.639	6.709	7.059	6.695	7.034	5.083
Tax payables	170	386	339	279	339	276	142
Other liabilities	8.707	9.007	8.586	8.575	8.218	8.625	7.899
Provisions	249	192	187	233	158	308	1.302
Liabilities held for sale	176	444	426	428	1.779	905	838
Current liabilities	15.749	16.420	16.530	16.955	17.467	18.345	16.562
Total liabilities	33.814	34.781	34.862	37.021	37.339	37.514	37.060
Total equity and liabilities	46.734	49.285	48.782	50.835	49.811	50.061	43.605

Note: Markeret med grøn er de brugte poster til udregningen

	Langfristede	Kortfristede	I alt
Total gæld ekskl. Likvide midler	17.345	1.298	18.643
Likvide midler			2.742
Gæld			15.901

Kilde: ISS' årsrapport 2020

9.13 Bilag 13: Kapitalstrukturen i ISS

	i 1000 kr	Andel
Netto rentebærende gæld	15.901.000,00 kr.	41%
Markedsværdi	23.200.000,00 kr.	59%
I alt	39.101.000,00 kr.	100%

Note: Markedsværdi er fra d. 7. april 2021 kl. 17 og netto rentebærende gæld er fundet i bilag 12

9.14 Bilag 14: WACC og diskontering af FCF

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal værdi
	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	E 2028	E 2029	E 2030	
Diskonteringsats	1,08	1,17	1,27	1,38	1,49	1,62	1,75	1,90	2,05	2,23	2,23
PV af Future Cash Flow	354.175,62	1.494.138,38	1.834.902,48	1.981.936,31	2.060.443,88	1.991.852,76	1.924.895,67	1.859.588,52	1.795.940,98	1.733.957,07	33.529.358,98

Note: Udregnet i Excel

9.15 Bilag 15: Værdiansættelse af ISS

Discounted Free Cash Flow Valuation	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal værdi
	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024	E 2025	E 2026	E 2027	E 2028	E 2029	E 2030	
I mio											
Free cash flow (adjusted)	383.666,41	1.753.319,52	2.332.482,31	2.729.167,49	3.073.522,59	3.218.607,16	3.369.403,80	3.526.126,16	3.688.995,91	3.858.282,83	76.628.497,36
Diskonteringsats	1,08	1,17	1,27	1,37	1,48	1,60	1,73	1,88	2,03	2,20	2,20
PV af Future Cash Flow	354.635,59	1.498.021,79	1.842.060,75	1.992.252,18	2.073.858,22	2.007.424,20	1.942.463,09	1.878.997,02	1.817.041,93	1.756.626,24	34.887.963,15
Required Return (WACC)	8,186%										
Årlig vækst	3,0%										
Enterprise Value (NPV), i tusinder kr	52.051.344,15										
Gæld, i tusinder kr	15.901.000,00										
Value of Equity, i tusinder kr	36.150.344,15										
Aktier på markedet	185.668,00										
Teoretisk værdi af aktie	194,70										

Note: Udregnet i Excel

9.16 Bilag 16: Fordeling af omsætning

Fordeling af omsætning							
% of Continuing Operations	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Service line							
Cleaning	48	45	47	48	50	50	51
Technical	22	21	20	21	20	20	17
Food	11	15	15	13	13	13	12
Other (incl. Workplace)	19	19	18	18	18	17	20
Total	100	100	100	100	100	100	100
Delivery type							
IFS	47	43	41	40	37	34	31
Single service	53	57	59	60	63	66	69
Total	100	100	100	100	100	100	100
Customer type							
Key accounts	67	63	59	53	52	-	-
- of which global key accounts	14	16	14	15	13	-	-
Non-key accounts	33	37	41	47	48	-	-
Total	100	100	100	100	100	-	-
Customer segment							
Business services & IT	35	34	32	32	32	31	29
Industry & manufacturing	12	12	12	12	13	13	14
Healthcare	12	11	11	11	11	11	11
Public administration	11	10	10	11	12	12	13
Other	30	33	35	34	32	33	33
Total	100	100	100	100	100	100	100

Kilde: ISS' FactBook H2 2020

9.17 Bilag 17: Target prices fra analytikerne

Morgan Stanley

SEB

MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC+

Annelies Vermeulen

EQUITY ANALYST

Annelies.Vermeulen@morganstanley.com +44 20 7425-4367

ISS A/S (ISS.CO, ISS DC)

Business Services / Denmark

Stock Rating	Underweight
Industry View	In-Line
Price target	DKr 75.00
Shr price, close (Feb 24, 2021)	DKr 113.90
52-Week Range	DKr 153.80- 65.44
Mkt cap, curr (mn)	DKr 21,185
Net debt (12/20e) (mn)*	DKr 16,583
EV, curr (mn)*	DKr 36,065

* = GAAP or approximated based on GAAP

Key Data (2021E)

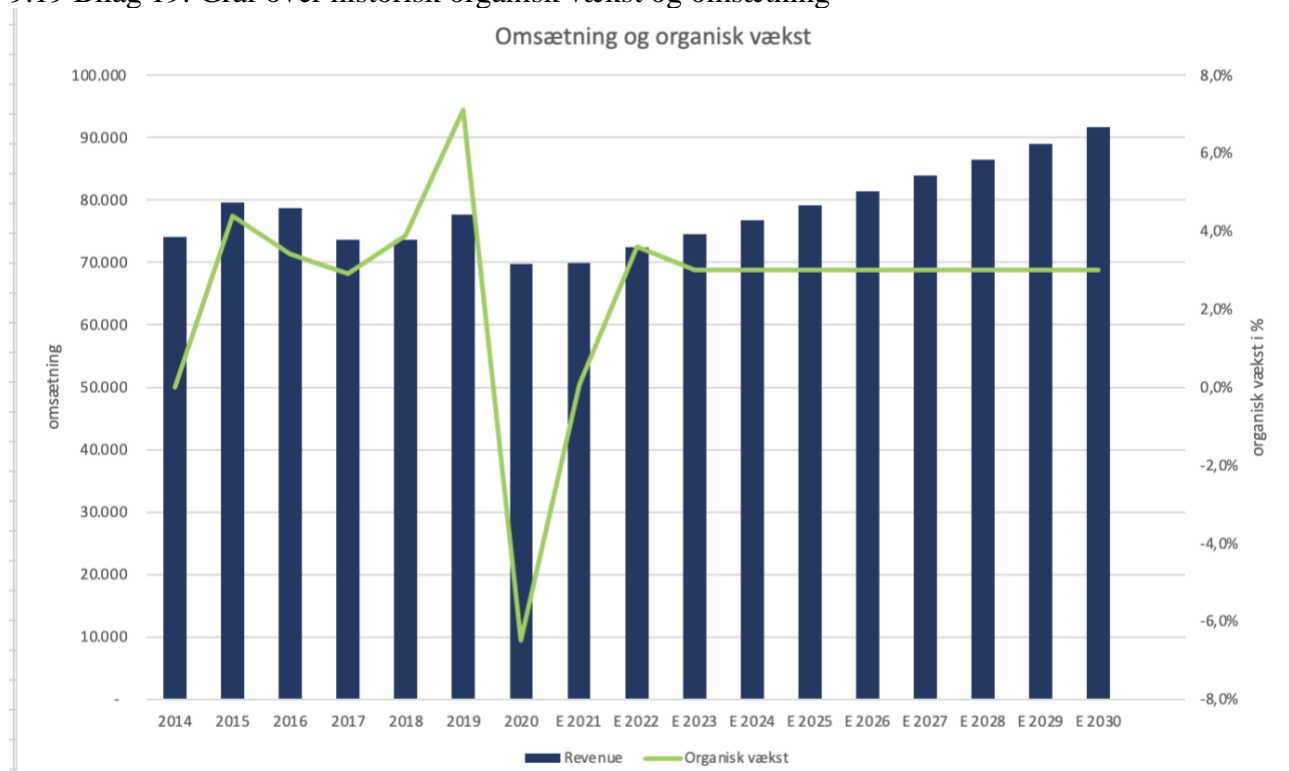
Price (DKK)	113.90
Target price (DKK)	130.00
Recommendation	Buy
Risk	Normal
Reuters	ISS.CO
Bloomberg	ISS DC
Market cap (DKKm)	21,119
Market cap (USDm)	3,456
Market cap (EURm)	2,840
Net debt (DKKm)	15,588
Shares fully dil. (m)	185.4
Avg daily turnover (DKKm)	160.2
Free float	100%

Kilde: SEB og Morgan Stanley analysis

9.18 Bilag 18: Engelsk - Dansk oversættelse

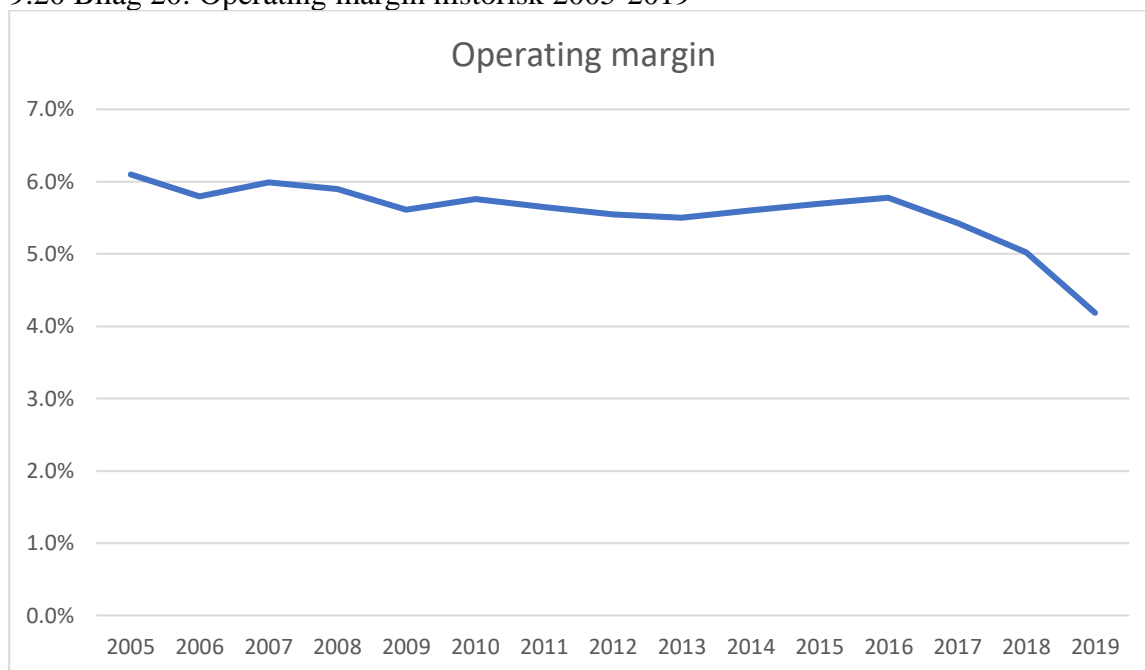
Engelsk	Dansk
EBIT	Resultat af primær drift
M&A	Opkøb og salg af virksomheder
FCF (free cash flow)	Frie pengestrømme
Operating margin	Driftsmargin
Staff costs	Personaleomkostninger
Consumables	Vareforbrug
Other operating expenses	Andre driftsomkostninger
Depreciation and amortisation	Afskrivninger
Current assets	Omsætningsaktiver
Current debt	Kortfristet gæld
Equity	Egenkapital
Debt	Gæld
Cash and cash equivalents	Likvide midler
Receivables	Tilgodehavender
Payables	Gæld til leverandører
Sales	Afsætning

9.19 Bilag 19: Graf over historisk organisk vækst og omsætning



Kilde: ISS' årsrapport

9.20 Bilag 20: Operating margin historisk 2005-2019



Kilde: ISS' årsrapport 2020, 2014 og 2010