

Sign: *Eirik Sand*

Konfidensielt



## Indikativ verdsettelse av Westerdals Høyskole AS og NISS Høyskole AS

Oslo 25 november 2013

Bilag 2

Sign: *Erik Sand*

## Innledning

- Anthon B Nilsen Utdanning AS («ABNU») er et utdanningskonsern med virksomhet i Norge og Sverige. Hovedkontoret er lokalisert i Oslo
- I forbindelse med en konsernintern transaksjon, der Norges Informasjonsteknologiske Høgskole AS («NITH») kjøper Westerdals Høgskole AS («Westerdals») og NISS Høgskole AS med datterselskapet Nordisk Intitutt for Scene og Studio AS (heretter referert til under samlebetegnelsen «NISS») er det behov for å estimere en markedsverdi på henholdsvis Westerdals og NISS
- NITH skal overta/kjøpe Westerdals og NISS i desember 2013, basert på markedsverdi – og dette er bakgrunnen for verdsettelsen som her gjøres
- Erik Sand, siv.øk NHH fra 1991 og virksom innen corporate finance i Norge siden 1994 (hos Enskilda, Nordea og Carnegie) – har utført denne verdsettelsen – som privat person

## Bakgrunn på virksomhetene og rasjonale for transaksjonen

- Westerdals har sitt utspring som reklameskole og har utviklet seg til å bli en ledende høyskole med 6 bachelorløp innen kreative kommunikasjonsfag. Skolen mottar statsstøtte. Skolen har ca 520 fulltidsstudenter for skoleåret 2013/2014
- NISS har utdannet kunstnere og fagfolk til kulturlivet i 25 år. Skolen har omlag 410 fulltidsstudenter skoleåret 2013/2014, hvorav ca 300 studenter på høyskolestudier (4 ulike utdanninger) 110 studenter på voksenopplæringsstudier (3 ulike utdanninger). Undervisningen er mye rettet mot praktisk prosjektarbeid der de ulike studieretningene ofte arbeider tett sammen i teateroppsetninger, konserter, filmproduksjoner etc. Både høyskolestudiene og voksenoppføringsstudiene mottar statsstøtte
- NITH er en institusjonsakkreditert høyskole som formidler forskningsbasert og praktisk rettet utdanning på bachelor- og masternivå innen IT-området. Skolen har omlag 600 studenter fordelt på 8 bachelorstudier og 2 masterstudier. NITH mottar statsstøtte.
- NITH har som målsetning å bidra til å styrke de 3 skolenes samlede virksomhet innen kreative og tekniske fag, ved å slå sammen Westerdals og NISS med NITH. Tanken er at dette skal øke konkurransekraften bl.a. ved å:
  - Skape et større og mer variert faglig miljø som gir et større faglig spillerom for utdanningene
  - Skape større slagkraft og synlighet ut mot potensielle elever og arbeidsgivere
- Denne verdsettelsen er utarbeidet for å danne et grunnlag for hvilken verdi som skal legges til grunn ved aksjetransaksjonen der ABNU selger Westerdals og NISS til NITH
  - En inntjeningsbasert verdi er estimert for både Westerdals og NISS
  - Videre er den estimerte overskuddskapitalen (positiv netto gjeld) lagt til for å komme frem til en netto egenkapitalverdi (aksjeverdi)
  - I den grad overdragelsen av Westerdals og NISS ikke gjøres opp med kontanter – vil evt verdieffekter av oppgjøret (les: selgerfinansiering) måtte sees i sammenheng med den endelige verdien som brukes

Sign: *Eirik Sand*

## Verdsettelse - metode

- For å komme frem til et anslag på hva jeg mener er en fair markedsverdi for Westerdals og NISS – har jeg fokusert på inntjeningsverdien av virksomhetene – basert på både en multipelvurdering og en neddiskontert kontantstrømsanalyse
- Jeg har da lagt til grunn en analyse av «performance» – siste 2 år samt budsjett for inneværende år og faktisk performance pr utløpet av sep 2013. Dette legges til grunn for en «sammenlignbar prising» verdsettelse (multipelbasert) og danner også en basis for den neddiskonterte kontantstrømsanalysen
- Som underlag for verdsettelsen har følgende informasjon vært tilgjengelig:
  - De offisielle regnskapene for 2011
  - Intern rapportering pr november 2012 – med estimat for helårs tallene 2012, og endelige 2012 tall
  - Budsjett for 2013
  - Månedrapport for pr sep 2013
  - CEO/CFO i ABNU har vært tilgjengelig for spørsmål
- Regnskapene til Westerdals og NISS skal omfatte alle relevante inntekter og kostnader, inkl. kostnader for dekning av gruppekostnader, slik at tallene gir et reelt og korrekt bilde av driften
- Økonomisk teori tar utgangspunkt i at verdien av en virksomhet er basert på hvilken avkastning virksomheten kan gi til eieren og hvilket avkastningskrav eieren setter. Både Westerdals og NISS er statsstøttede skoler, som innebærer at de ikke kan utbetale overskuddet som utbytte til en private aksjonærer, men NITH som er selv en statsstøttet virksomhet og kan dermed selv utnytte et evt overskudd innenfor sitt konsern. Derfor bruker jeg den tradisjonelle verdsettelsesmetoden også for å verdsette Westerdals og NISS. Likeledes vil det også kunne være flere statsstøttede virksomheter som kan ha en interesse for Westerdals og NISS, for å vokse og utvikle sin egen virksomhet og styrke egen plattform, og således representere et potensielt marked for kjøp og salg av denne type virksomheter
  - For øvrig er det verdt å tillegge at en statsstøttet virksomhet også har en reell kommersiell verdi ved at den representerer en operasjonell plattform og en merkevare som kan utnyttas kommersielt i form av ikke-statsstøttet kursvirksomhet, og at den gir et bidrag til dekning av faste kostnader som alt annet likt vil bidra til økt lønnsomhet i den relaterte kommersielle virksomheten. Det har ikke vært forsøkt å estimere verdien av dette forholdet.
  - Som følge av at private kjøpere vil ha en lavere betalingsvillighet enn statsstøttede virksomheter, er det rimelig å anta at en markedsbasert verdi alt annet likt vil være noe lavere enn om en statsstøttet virksomhet kunne utbetale overskudd til en privat aksjonær. I mangel av å kunne beregne denne har jeg applisert en sjablong rabatt på  $\approx 25\%$ , tilsvarende likviditetsrabatten.

Sign: *Eirik Sand*

## Finansiell 'performance' – Westerdals og NISS

	2011		Endelig 2012		Prognose 2013		Norm. Inntjening 2013	
	Westerdals	NISS	Westerdals	NISS	Westerdals	NISS (just)	Westerdals	NISS
NOK '000								
Driftsinntekter	59 068	66 067	65 368	67 355	72 183	71 361	70 000	68 500
Dir kostnader	1 567	1 708	1 441	2 110	1 306	2 356		
Personalkostnader	29 759	29 743	29 716	31 257	33 375	34 855		
ADK	26 019	25 960	24 785	26 276	29 412	27 035		
Sum kostnader	57 345	57 411	55 942	59 643	64 093	64 246	61 600	60 280
EBITDA	1 723	8 656	9 426	7 712	8 090	7 115	8 400	8 220
EBITDA margin	2,9 %	13,1 %	14,4 %	11,4 %	11,2 %	10,0 %	12,0 %	12,0 %
Avskrivninger	1 677	3 730	2 924	3 691	2 900	3 672	3 100	4 000
EBITA	46	4 926	6 502	4 021	5 190	3 443	5 300	4 220
EBITA margin	0,1 %	7,5 %	9,9 %	6,0 %	7,2 %	4,8 %	7,6 %	6,2 %

- Kommentarer til Westerdals utvikling:
  - Tallene for 2011 er negativt påvirket av flytting og prosess for å bli høyskole
  - Flyttingen har bidratt investeringer i lokaler/utstyr og dermed økt avskrivningsnivået betydelig
  - Som følge av uforutsette utfordringer i konsernet for 2012, er budsjettet for 2013 bevisst satt konservativt – noe tallene pr sep understøtter
  - Jeg velger å basere verdsettelsen her og nå av Westerdals på normalisert inntjening snarere enn bud – gitt at selskapet pr sep '13 ligger over MNOK 3 foran bud allerede
- Kommentarer til NISS' utvikling:
  - NISS er i prosess med å bli høyskole i 2012 og inn i 2013 – og dette er med på å redusere inntjeningen fra 2011/12
  - NISS har hatt engangskostnader ifm sluttvederlag for adm dir på MNOK 1 og erstatning til en tidligere klasse på MNOK 0,6. Prognosen for NISS er justert for engangskostnadene
- Normalisert inntjening er et anslag fra ledelsen på hva den normale inntjeningen for 2013 skulle vært. Den viser at NISS ligger noe bak
- I overkant av 50% av omsetningen er statsstøtte
- Begge virksomheten har operasjonelle mål om å generere 12% EBITDA margin – NISS med en noe høyere kapitalbinding

## Balanse – Westerdals og NISS

Westerdals		NISS	
NOK '000	Sep '13	Des '12	NOK '000
Immaterielle eiendeler	1 539	1 826	Immaterielle eiendeler
Varige driftsmidler	10 941	12 519	Varige driftsmidler
Finansielle anleggsmidler	433	433	Finansielle anleggsmidler
Fordringer	6 229	808	Fordringer
Bank	42 334	20 192	Bank
Sum eiendeler	61 476	35 778	Sum eiendeler
Egenkapital	33 563	29 964	Egenkapital
Langsiktig gjeld		0	Langsiktig gjeld
Kortsiktig gjeld - ikke rentebærende	27 913	5 814	Kortsiktig gjeld - ikke rentebærende
Sum gjeld og egenkapital	61 476	35 778	Sum gjeld og egenkapital

Sep '13	Des '12
0	0
8 894	7 796
6	6
3 561	10 950
46 494	32 412
58 955	51 164

• Begge virksomheter har en balanse som er preget av (for) høy grad av egenkapitalfinansiering – og av en (for) høy grad av bankinnskudd

• Med svært marginalt nivå av immaterielle eiendeler, og den høye graden av kontanter, vurderes den bokførte egenkapitalen til å være reell

• Basert på en vurdering av kontantsituasjonen gjennom året, er min vurdering at overskuddskapitalen i Westerdals for året som helhet er ca MNOK 25

• Basert på en vurdering av kontantsituasjonen gjennom året, er min vurdering at overskuddskapitalen i NISS for året som helhet er ca MNOK 30

## Sammenlignbare selskaper - multiplering

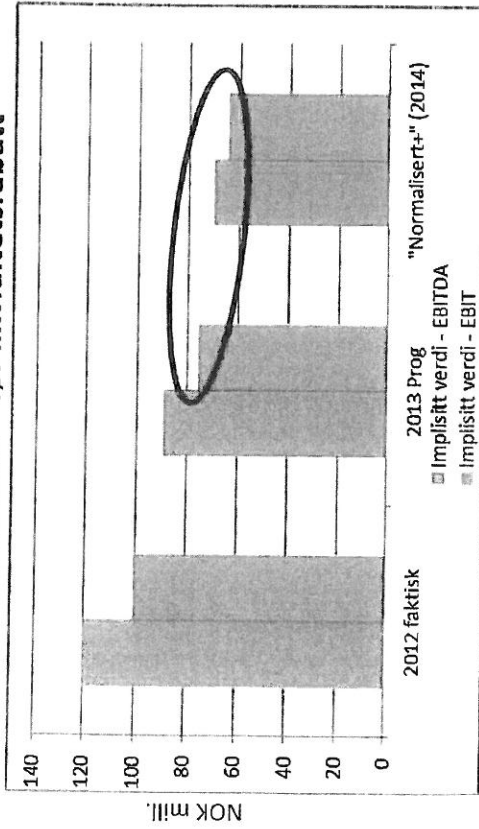
Company	Land	EV		EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT			
		EURm	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
<b>Peer Group 1</b>											
Gunnebo AB	#N/A	419	0,70x	0,70x	0,68x	14,3x	10,4x	8,0x	21,4x	14,3x	9,8x
Intrum Justiti	#N/A	1 973	4,23x	3,90x	3,59x	16,6x	13,0x	11,5x	20,1x	14,8x	12,9x
Lassila & Tik	#N/A	645	0,96x	0,96x	0,93x	7,1x	6,8x	6,6x	13,6x	13,3x	11,7x
Loomis AB CI	#N/A	1 564	1,20x	1,23x	1,19x	8,1x	7,5x	7,2x	14,2x	12,7x	11,9x
Proffice AB CI	#N/A	205	0,37x	0,40x	0,38x	14,6x	13,4x	7,7x	16,7x	15,3x	8,5x
Poeyry Oyj	#N/A	322	0,42x	0,48x	0,46x	16,9x	14,6x	8,5x	46,0x	24,7x	11,5x
Securitas AB	#N/A	3 953	0,52x	0,54x	0,52x	8,8x	8,2x	7,9x	12,6x	11,5x	10,6x
Sweco AB CI	#N/A	1 049	1,22x	1,14x	0,99x	11,3x	11,6x	9,6x	14,3x	14,8x	11,9x
<b>Median</b>		<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>12,8</b>	<b>11,0</b>	<b>7,9</b>	<b>15,5</b>	<b>14,6</b>	<b>11,6</b>
<b>Average</b>		<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>12,2</b>	<b>10,7</b>	<b>8,4</b>	<b>19,8</b>	<b>15,2</b>	<b>11,1</b>

Kilde: Factset

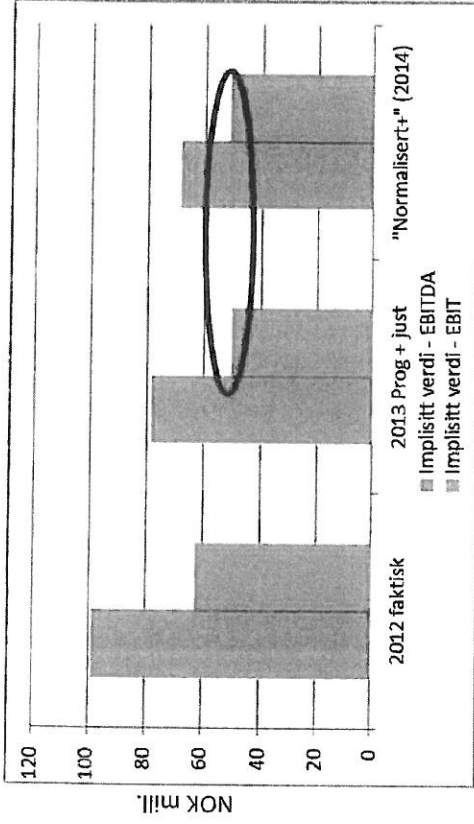
- I mangel av gode noterte referanseselskaper for Westerdals og NISS, har jeg valgt å skjule hen mot svenske og nordiske service og konsumorienterte selskaper
- Dette bør være en god indikator for hvordan markedet i dag priser selskaper med noenlunde like karakteristika som Westerdals og NISS, hva gjelder etterspørsel og 'performance'
  - Da dette representerer et utvalg selskaper, har jeg valgt å fokusere på medianverdiene
  - Det er verdt å nevne at multipleneivået for '13 i noen tilfeller kan høyt, fordi en-gangs effekter slår inn på tallene. Dette blir bare delvis nøytralisert gjennom å bruke medianverdien. Skjeler derfor også til '14 multiplene
- Basert på ovenstående blir median EBITDA multiplene på 11,0x (7,9x) og median EBIT multiplene på 14,6x (11,6x) for 2013 (2014)
  - Pris/bok og EV/sales blir for grovt og upresist og er derfor ikke sett nærmere på her
- Mer detaljer på den finansielle performanc'en til de sammenlignbare selskapene ovenfor er angitt i appendix

## Implisitt prising av Westerdals og NISS basert på sammenlignbare selskaper (EV)

### Westerdals – før likviditetsrabatt



### NISS – før likviditetsrabatt



- Av grafen ser vi at det er til dels betydelig forskjell – hvorvidt man ser på EBITDA eller EBIT multiplene. Bakgrunnen for dette er ulik kapitalbinding
  - De sammenlignbare selskapene har en median avskrivning / omsetning på ca 2,5% mens Westerdals og NISS ligger på hhv 4,5% / 5,5%
- Gitt at vi er sent på året og det faktum at det er stor forskjell på '13 og '14 multipler, er det naturlig å skjele til begge utfallene:
  - 2013 tallene er prognose for 2013 med justering av engangseffekter for NISS
  - Normalisert + (2014) er 2014 multipler applisert på normaliserte tall for 2013 oppjustert med 5%, som anslag for 2014 performance. Her oppveites lavere multipler med en høyere forventet inntjening
- Pga forskjellen i kapitalbinding er det derfor riktignere å fokusere på EBIT multiplene. Basert på de sammenlignbare (noterte) selskapene, blir den implisitte verdien av Westerdals i området MNOK 64-76 og NISS i området MNOK 50. Dette er før en likviditetsrabatt er hensyntatt.
  - Merk at i prognosen for NISS så er det justert for engangs kostnader i størrelsesorden MNOK 1,6
- Implisitt prising etter en ≈25% likviditetsrabatt, basert på median EBIT multiplene basert på 2013 og 2014, gir en prising av:
  - Westerdals i området MNOK 53 på EV basis (midtpunktverdi)
  - NISS i området MNOK 38 på EV basis
- Det bør nevnes at med den noe svakere finansielle utviklingen (les:vekst) som både Westerdals og NISS har ift de sammenlignbare selskapene, så burde den appliserte multiplene vært lavere enn hva medianverdien tilsier. På den annen side hensyntar ikke multiplene betraktningen at hverken Westerdals eller NISS er skattepliktige. I mangel av mer presis informasjon har jeg valgt å benytte medianverdien som basis for multipleneverdssettelsen



# Neddiskontert kontantstrømverdi av Westerdals - forutsetninger

## Operasjonelle forutsetninger

Profit & Loss (NOKm)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	59,1	65,4	72,0	74,1	76,4	78,6	81,0	83,4	85,9	88,5
Revenue growth		10,7 %	10,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Opex	57,3	55,9	63,9	65,6	67,3	69,2	71,3	73,4	75,6	77,9
EBITDA	1,7	9,4	8,1	8,5	9,0	9,4	9,7	10,0	10,3	10,6
EBITDA margin	2,9 %	14,4 %	11,2 %	11,5 %	11,3 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Depreciation	17	2,9	2,9	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9	4,0
EBIT	0,0	6,5	5,2	5,2	5,6	5,9	6,1	6,3	6,4	6,6

Cash flow	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBIT		6,5	5,2	5,2	5,6	5,9	6,1	6,3	6,4	6,6
Taxes paid on EBIT		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT		6,5	5,2	5,2	5,6	5,9	6,1	6,3	6,4	6,6
Depreciation		2,9	2,9	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9	4,0
Gross cash flow		9,4	8,1	8,5	9,0	9,4	9,7	10,0	10,3	10,6
CapEx		-2,9	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9	-4,0
Change in NWC		0,6	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Free cash flow from operations		7,1	5,5	5,4	5,8	6,1	6,3	6,5	6,7	6,9

## Andre forutsetninger

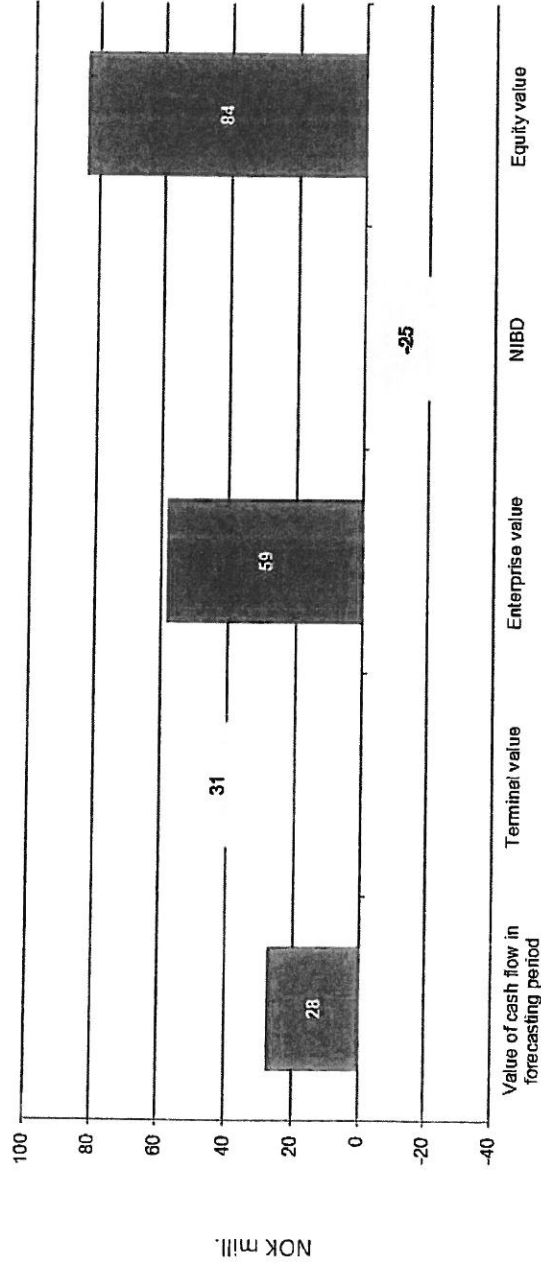
Growth in FCF	2,50 %
WACC	12,50 %
Base year	2014
Mid-year adjustment	0
Tax rate	0 %

Working capital / Sales

-10 %

- Historisk sett har omsetningen utviklet seg positivt
  - Det er her lagt til grunn en langsiktig vekst på 3% som er en del lavere enn hva som har vært tilfelle de siste årene
  - Terminalveksten er satt til 2,5%
- EBITDA marginene har svingt en god del de siste årene – som følge av flytteprosess og prosess med å bli høyskole
  - Det er her lagt til grunn at EBITDA marginen går mot 12% langsiktig (tilsvarer en EBIT margin på ca 7,5%)
- Arbeidskapital ift omsetning er satt til -10% - noe lavere enn for foregående år, mens investering og avskrivning ift omsetning er satt til 4,5%
- Som følge av at det er en statsstøttet virksomhet tilkommer ikke skatt
- Overskuddskapitalen i selskapet for året som helhet er anslått til MNOK 25
- Diskonteringsrenten er satt til 12,5% - som også skal ta høyde for at dette er en illikvid investering

## Neddiskontert kontantstrømsverdi av Westerdals - resultat



Terminal growth FCFF vs. WACC		Long-term EBITDA margin vs. WACC				
	11,5 %	12,0 %	12,5 %	13,0 %	13,5 %	14,5 %
2,1 %	88	85	82	80	77	67
2,3 %	89	86	83	80	78	70
2,5 %	90	87	84	81	78	74
2,7 %	91	87	84	81	79	77
2,9 %	92	88	85	82	79	80

- Basert på de forutsetningene som her er tatt, blir en indikativ aksjeverdi av Westerdals, ca MNOK 84

## Neddiskontert kontantstrømverdi av NISS - forutsetninger

### Operasjonelle forutsetninger

Profit & Loss (NOKm)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	66,1	67,1	69,8	71,9	74,1	76,3	78,6	81,0	83,4	85,9
Revenue growth	15 %	4,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Opex	57,4	59,4	62,8	64,4	65,9	67,5	69,2	71,2	73,4	75,6
EBITDA	8,7	7,7	7,1	7,6	8,1	8,8	9,4	9,7	10,0	10,3
EBITDA margin	13,1 %	11,5 %	10,1 %	10,5 %	11,0 %	11,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Depreciation	3,7	3,7	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5
EBIT	4,9	4,0	3,4	3,8	4,3	4,8	5,3	5,5	5,7	5,8

Cash flow	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBIT	4,0	3,4	3,8	4,3	4,8	5,3	5,5	5,7	5,7	5,8
Taxes paid on EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT	4,0	3,4	3,8	4,3	4,8	5,3	5,5	5,7	5,7	5,8
Depreciation	3,7	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	4,5
Gross cash flow	7,7	7,1	7,6	8,1	8,8	9,4	9,7	10,0	10,0	10,3
CapEx	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7
Change in NWC	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Free cash flow from operations	4,1	3,5	3,8	4,3	4,8	5,3	5,5	5,7	5,7	5,8

### Andre forutsetninger

Growth in FCF	2,50 %
WACC	12,50 %
Base year	2014
Mid-year adjustment	0
Tax rate	0 %

Working capital / Sales

-10 %

- Historisk sett har omsetningen utviklet seg positivt

- Det er her lagt til grunn en langsiktig vekst på 3% som er en del lavere enn hva som har vært tilfelle de siste årene

- Terminalveksten er satt til 2,5%
- EBITDA marginene har svingt en god del de siste årene – som følge av flytteprosess og prosess med å bli høyskole

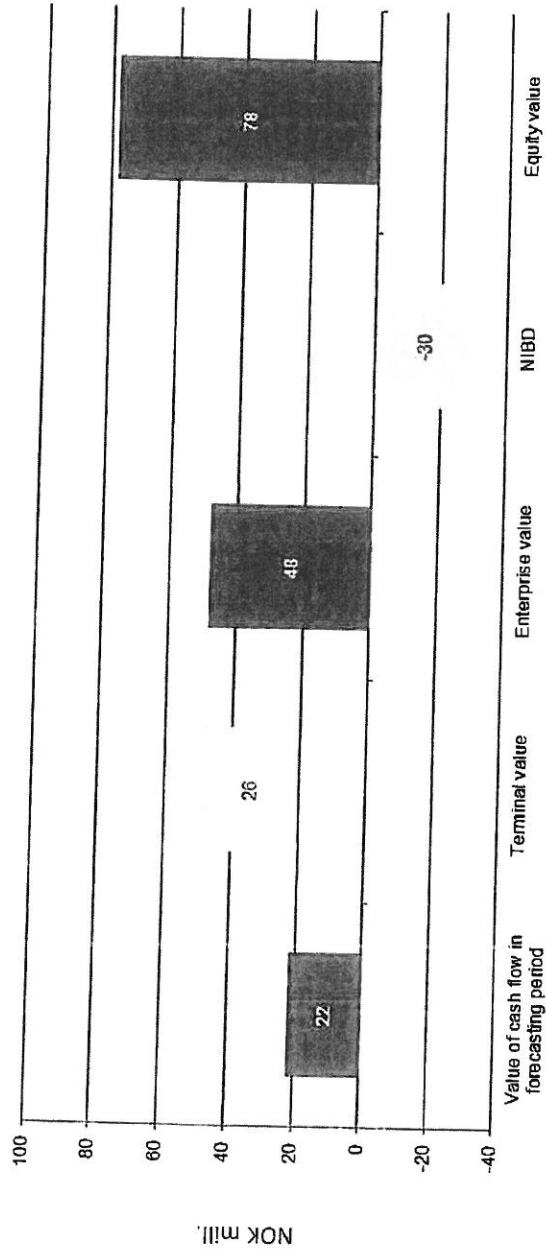
- Det er her lagt til grunn at EBITDA marginen går mot 12% langsiktig (tilsvarende en EBIT margin på ca 6,8%)

- Arbeidskapital ift omsetning er satt til 10% - noe lavere enn for foregående år, mens investering og avskrivning ift omsetning er satt til 5,2%

- Som følge av at det er en statsstøttet virksomhet tilkommer ikke skatt

- Overskuddskapitalen i selskapet pr årsskiftet, er anslått til MNOK 30 som er representativt for året som helhet
- Diskonteringsrenten er satt til 12,5% - som også skal ta høyde for at dette er en illikvid investering

## Neddiskontert kontantstrømsverdi av NISS - resultat

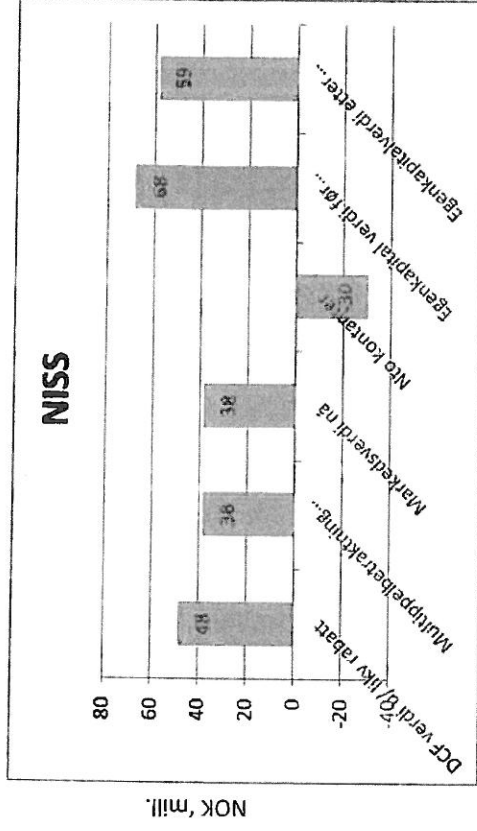
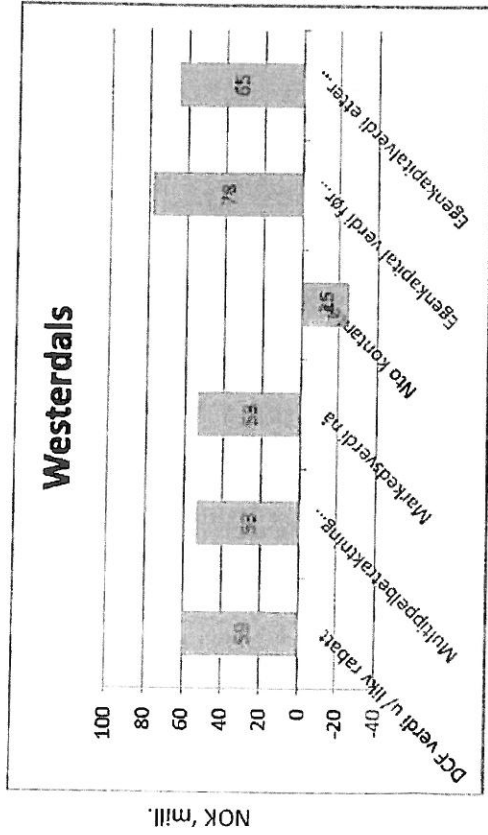


Terminal growth	FCFF vs. WACC			
	11,5 %	12,0 %	12,5 %	13,0 %
2,1 %	82	79	77	75
2,3 %	83	80	78	75
2,5 %	84	81	78	75
2,7 %	84	81	79	76
2,9 %	85	82	79	77

Long-term EBITDA margin vs. WACC	Value			
	10,0 %	10,5 %	11,5 %	12,5 %
10,0 %	79	74	70	66
11,0 %	85	85	79	74
12,0 %	91	91	84	78
13,0 %	96	96	89	82
14,0 %	102	102	94	87

- Basert på de forutsetningene som her er tatt, blir en indikativ aksjeverdi av NISS, ca MNOK 78

## Oppsummering av det teoretisk verdianslaget for Westerdals og NISS



- Multiplbetragtningen tar i utgangspunktet ikke hensyn til at virksomhetene ikke er skattepliktige - samtidig som høyskoleomleggingen påvirker resultatet negativt (for NISS) og dermed også verdien negativt sammenlignet med DCF verdien
- DCF verdien er et anslag på den reelle økonomiske verdien av virksomhetene og representerer et verdipotensiale gitt at resultatene i det korte bildet er lavere enn de normalt skal være, mens multiplbetragtningen er et anslag på markedsbasert verdsettelse her og nå.
- Estimater på overskuddskapitalen i selskapet er basert på dialog med ledelsen og antatt å være et representativt nivå for året som helhet
- Videre vil det være naturlig å anta at den markedsbaserte verdien av en statsstøttet virksomhet vil være lavere enn ellers - som følge av at private aksjonærer ikke har anledning til å ta ut overskuddet. I mangel av å kunne estimere effekten av dette eksplisitt, velger jeg å applisere en sjablong rabatt på EV (da vi her er i en netto kontantsituasjon) tilsvarende likviditetsrabatten på  $\approx 25\%$
- Netto egenkapitalverdi, min vurdering av markedsverdien for Westerdals og NISS, anslås til hhv MNOK 65 og MNOK 59

## Appendix – bakgrunnsinformasjon sammenlignbare selskaper

Company	Sales growth			EBITDA-margin			EBITDA growth			EBIT-margin			EBIT growth		
	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
<b>Peer Group 1</b>															
Gunnebo AB	5,8%	-0,9%	3,6%	4,9%	6,8%	8,5%	-43,4%	37,7%	30,1%	3,3%	4,9%	6,9%	-53,1%	48,9%	45,6%
Intrum Justitia AB	6,6%	8,4%	8,9%	25,6%	30,0%	31,2%	2,4%	27,3%	13,3%	21,1%	26,3%	27,8%	1,0%	35,5%	15,1%
Lassila & Tikanoja Oyj	3,4%	-0,3%	2,9%	13,6%	14,1%	14,2%	6,4%	3,3%	4,1%	7,1%	7,2%	8,0%	14,6%	2,0%	13,8%
Loomis AB Class B	7,4%	-2,7%	3,3%	14,8%	16,4%	16,6%	10,4%	8,1%	4,3%	8,5%	9,7%	10,0%	10,7%	11,6%	6,4%
Poolia AB Class B	-9,3%	-21,3%	0,6%	NA	0,5%	2,5%	NA	-119,5%	446,4%	-3,0%	-1,2%	2,0%	NA	NA	NA
Proffice AB Class B	6,1%	-9,5%	5,5%	2,5%	3,0%	5,0%	-47,9%	8,9%	74,5%	2,2%	2,6%	4,5%	-51,1%	9,3%	78,9%
Poeyry Oyj	-2,7%	-14,3%	5,9%	2,5%	3,3%	5,4%	-50,3%	15,8%	72,7%	0,9%	2,0%	4,0%	-75,9%	85,7%	115,4%
Securitas AB Class B	7,7%	-3,7%	2,8%	5,9%	6,5%	6,6%	-3,7%	6,7%	4,9%	4,1%	4,7%	4,9%	-8,7%	10,1%	8,1%
Sweco AB Class B	30,0%	6,6%	15,3%	10,8%	9,8%	10,3%	31,2%	-3,1%	20,8%	8,5%	7,7%	8,3%	25,1%	-3,9%	24,7%