



Case af Foreningens investeringsrådgiver

Sodexo – ingen nød trods udfordringer

Sodexo er en global udbyder af primært ydelser inden for kantinedrift/catering til alle grene af det private erhvervsliv, men også til den offentlige sektor (regeringer og agenturer), sundheds- og ældrepleje samt uddannelsessektoren (skoler og universiteter).

👉 I de senere år har Sodexo udvidet produktpaletten til også at omfatte non-food ydelser, betegnet Facility Management, der i dag tegner sig for 1/3 af koncernens salg. Samlet set tilbyder Sodexo således ydelser lige fra basal kantinedrift til varetagelse af alle tænkelige opgaver, som et selskab eller en offentlig institution af en eller anden årsag ikke ønsker in-house. Spektret spænder fra receptionsarbejde, administrativ og teknisk vedligehold af bygninger til helpdesk-løsninger, havearbejde og forvaltning af rekreative aktiviteter.



90%
af forretnings-
aktiviteterne drives
ifølge selskabet i
princippet lokalt

Selskabet blev grundlagt i 1966 af Pierre Bellon (født 1930). Bellon-familien ejer fortsat stemmemajoriteten og er tungt repræsenteret i bestyrelsen i Sodexo ved forkvinden Sophie Bellon, der er datter af grundlæggeren. I juni 2015 indgik Pierre Bellon og hans fire børn en 50-årig aftale med henblik på at forhindre hans direkte efterkommere i sælge deres aktier i Bellon SA, hvor aktiemajoriteten ligger og hvis eneste aktiv er beholdningen af Sodexo aktier. Sodexo kan derfor i et vist omfang opfattes som et familieforetagende.

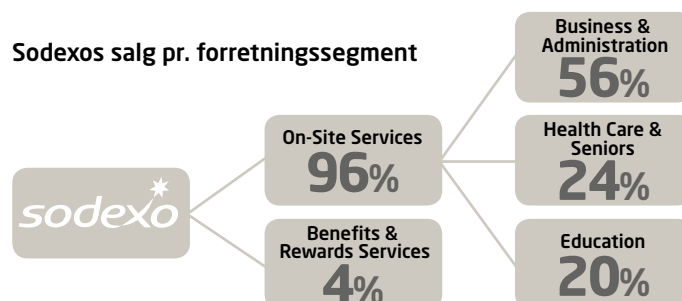
Sodexo koncernen

- omsætter for lidt over EUR 20 mia.
- 427.000 medarbejdere globalt
- Frankrigs største private arbejdsgiver
- 19. største arbejdsgiver på verdensplan
- aktiv inden for +100 erhverv
- repræsenteret i 80 lande
- servicerer 100 millioner forbrugere hver dag

Sodexos geografiske salgsfordeling



Sodexos salg pr. forretningssegment



On-Site Services omfatter kantineydelser, dog med en stigende andel fra Facility Management ydelser. Benefits & Rewards Services dækker ydelser lige fra medarbejdervouchers til gaver, mad, sport, kultur events, fitness, wellness til børnepasning, rejse- og omkostningsstyring, concierge-tjeneste mv.

I modsætning til en mere geografisk tilgang, der er typisk for Sodexos branche, er Sodexos organisationsstruktur baseret på forretningssegmenter, hvilket ifølge selskabet letter serviceringen af store multinationale kontrakter. På trods af denne struktur bevarer selskabet dog det lokale fokus, hvilket betyder, at 90% af forretningsaktiviteterne ifølge selskabet i princippet drives lokalt.

Brancheperspektiv

Sammenlignet med det generelle marked har restaurantbranchen historisk udvist solid evne til at forrente sin kapital. På trods af en vis spredning, hvor store aktører (f.eks. Starbucks, McDonald's samt Yum Brands – sidstnævnte mest kendt for KFC, Pizza Hut og Taco



Bell) leverer stærke og konsistente tal, som er med til at løfte branchens gennemsnit, har den stigende tendens til, at folk spiser mere ude og/eller køber "to go" også haft en gavnlig effekt. Endvidere har en undergruppe af restaurantbranchen, catering- og facility management, herunder selskaber som f.eks. Compass Group og Sodexo, vist sig meget stabile samtidig med, at har de en relativt stor markedsværdi, hvilket påvirker restaurantbranchen positivt. Catering og facility management serviceselskaberne drager naturligvis fordel af langtidskontrakter, men også af strukturen med få globale selskaber, der dominerer branchen. Således kan de tilbyde flere globale kontrakter til stadigt flere globale selskaber, hvilket giver dem en fordel i forhold til regionale aktører, hvor det geografiske omfang er mere begrænset.

Selskabets position i branchen

Sodexo har som den andenstørste globale aktør en meget solid markedsposition med markedsledende positioner i mange lande og nyder godt af stordriftsfordele (f.eks. råvareindkøb til mad) i forhold til mindre aktører. Sidstnævnte er vigtigt, da det ser ud som om, størrelse er forklaringen på noget af marginforskellen mellem de største selskaber. Desuden har Sodexo i modsætning til andre store aktører segmentet Benefits & Rewards Services, som har negativ arbejdskapital (hvilket er positivt) på grund af mange forudbetalte services (f.eks. vouchers), meget høje marginer samt giver kunderne mulighed for at købe noget "ekstra" ud over catering og relaterede facility management ydelser.

I de sidste 15 år har Sodexos afkast af den investerede kapital været positivt og over dets kapitalomkostning. Samlet set har Sodexo gennem årene dog kæmpet for at matche restaurantbranchens generering af et merafkast på den investerede kapital, hvilket ikke er udtryk for den fulde sandhed, idet restaurantbranchen i den henseende er

Sodexo leverer et imponerende merafkast, når man sammenligner med nogle af de andre store spillere inden for samme område.

fragmenteret. Således giver nogle af de store førnævnte selskaber et meget højt merafkast og kan derfor ikke umiddelbart sammenlignes med Sodexo. Ser man mere snævert på nogle af de større aktører i denne catering- og facility management branche,

ligger Sodexo noget bag markedslederen Compass Group. Omvendt leverer Sodexo et imponerende merafkast, når man sammenligner med nogle af de andre store spillere inden for samme område.

Nøglepunkter

- Større indtjening fremadrettet fra øget salg, da Sodexo på sigt forventes at være i stand til at matche markedsvæksten og samtidig få effekt af omkostningsbesparelser og omstruktureringer primært i forbindelse med nogle af selskabets amerikanske aktiviteter, men også evt. implementering af tiltag på andre områder i Sodexo koncernen.
- Bevarening af positionen som en meget stærk nr. 2 i branchen, da størrelse har betydning for indtjening.
- M&A aktiviteter for yderligere at konsolidere markedet og eliminere mindre lokale aktører. Der er rygtedes, at Sodexo er interesseret i visse aktiviteter fra Elior Group.
- Fortsat meget solide vækstrater på emerging markets.
- Historisk har Sodexo leveret en meget stabil driftsmargin. En tilbagevenden til denne trend inden for de næste 2-3 år vil være særdeles positivt for selskabet.

► Investeringsrationale

Sodexo er verdens andenstørste kantine/catering leverandør i en attraktiv industri, der forventes at vokse 4-6% i gennemsnit om året i de kommende år på baggrund af stigende outsourcing. Endvidere forventes de største aktører at gå forrest i en konsolidering af branchen, da denne stadig er meget fragmenteret med mange mindre spillere. Det anslås, at 50% af det globale food service marked (kantine/catering) i øjeblikket ikke er outsourcet, hvilket er ensbetydende med potentiale for outsourcing. 25% af markedet betjenes af mindre, regionale aktører, mens de globale aktører tegner sig for de resterende 25%. Det samlede marked anslås at ligge i niveauet 200 milliarder GBP ifølge estimat fra Compass Group, men det tal kan ifølge Bloomberg Primer blive meget højere på baggrund af netop øget outsourcing. De store aktører kan derfor forenklet sagt rette fokus på et marked på 75% i deres stræben efter fremtidig vækst.

Sodexo er dog også et selskab med enkelte selvskabte problemer. En del af selskabets amerikanske aktiviteter har været udfordret de sidste par år, hvilket har tvunget Sodexo til at nedjustere forventningen ved flere lejligheder. Problemerne i USA hidrører primært fra to segmenter: Sundheds- og Ældrepleje og Uddannelser, hvor sidstnævnte er under størst pres. Disse to segmenter tegner sig for ca. 1/3 af Sodexos koncernsalg. Problemerne i USA spænder fra manglende fokus fra topledelsen i Frankrig, lokale ledelsesproblemer i de amerikanske selskaber til forsinkelser i implementering af omkostningsbesparelser og effektivitetsfremmende tiltag. Endelig har en række store kontrakter, der mod forventning har været mere tidskrævende at igangsætte, haft en negativ indvirkning på selskabets indtjening.

Værdiansættelse

Sodexo har søgt at løse de amerikanske problemer siden, selskabet annoncerede dem i marts 2018. Det går da også i den rigtige retning ifølge de seneste rapporter, bl.a. med udskiftning af ledelsen i de amerikanske selskaber samt ansættelsen af en ny koncern CEO i starten af 2018. Det forventes, at det vil tage 1-2 år at få selskabets to segmenter bragt tilbage på sporet, da disse segmenter har behov for nye kontrakter, hvoraf nogle af naturen er af længere varighed, og det tager naturligvis også tid for omkostningsbesparelser samt omstruktureringer at slå igennem.

Det er imidlertid vigtigt at understrege, at Sodexo trods udfordringerne i USA *ikke lider nogen form for økonomisk eller operationel nød*. Sodexo forventer således selv, at de for det kommende regnskabsår 2019/20 kan levere en vækst i omsætning på mindst 3% efter at have leveret 2% i netop aflagte regnskabsår 2017/18. For indeværende regnskabsår 2018/19 forventes en omsætningsvækst på 2-3%. Overskudsgraden forventes også igen at overstige 6% efter det seneste resultat på 5,7%. Selskabets nettogæld i 2017/18 var på 2,7 mia. EUR, og med selskabets markedsværdi på 13-14 mia. EUR er soliditeten stærk. I vores terminologi har Sodexo en gældsudnyttelse kun

på 36%. 44% af Sodexo koncernens salg genereres af de amerikanske aktiviteter, der også omfatter aktiviteter, der ikke har problemer som f.eks. Business & Administration og Sports & Leisure. De resterende Sodexo aktiviteter uden for USA haft en omsætningsfremgang på +4,5% i seneste regnskabsår. USAs aktiviteter faldt med 1,1%, hvilket illustrerer udfordringen for Sodexo.

Nedenstående fakta viser, at selskabet står for meget mere end aktiviteterne i USA tilsiger:

➔ **11,7%**

Salget i 2017/18 steg med +11,7% i regionen Afrika, Asien, Australien, Latin Amerika og Mellemøsten, hvor væksten i omsætningen er meget bredt baseret på alle forretningssegmenter (15% af koncernens salg).

➔ **1,5%**

Salget i 2017/18 i Europa steg med +1,5% (38% af koncernens salg).

➔ **5,1%**

Segmentet Benefits & Rewards Services havde en salgsvækst på +5,1% i 2017/18 (4% af koncernens salg).

➔ **4,1%**

Det største forretningssegment, Business & Administration, herunder USAs eksponering, vækstede salget med +4,1% i 2017/18 (54% af koncernens salg).

Sammenlignet med de Globale porteføljer mener vi, at Sodexo bidrager med en attraktiv værdiansættelse med en Earnings Yield på 7,5% i lighed med porteføljernes 7,5%. Samtidig er den historiske stabilitet i driftsmarginalen særdeles udtalt. Målt over den seneste 10-års periode er den fundamentale indtjeningstabilitet at sammenligne med de allermest stabile A-risiko kategori selskaber, og Sodexo prisfastsættes som et B-risikokategori selskab. Endelig er afkastet på den investerede kapital for opadgående og nærmer sig det høje niveau for den Globale portefølje og er væsentlig højere end for det generelle marked. ●

Sodexo

www.sodexo.com

Hjemsted
Frankrig

Etableringsår
1966

Antal ansatte
427.000

Produkter
Global udbyder af ydelser inden for kantinedrift/catering til såvel det private erhvervsliv som det offentlige. Sodexo har gennem en årrække har stigende fokus på også at tilbyde Facility Management ydelser (non-food), som i dag udgør 1/3 af selskabets omsætning.

Omsætningen fordelt på segment
44% af salg genereres i Nordamerika, 38% i Europa, mens de resterende 18% relaterer sig til markeder i Afrika, Asien, Australien, Latin Amerika og Mellemøsten. Repræsenteret i



80 lande, aktiv i +100 erhverv samt servicerer 100 millioner forbrugere hver dag. Sodexo er Frankrigs største private arbejdsgiver samt den 19. største arbejdsgiver på globalt plan.

Styrker
Markedsleder i mange lande samt global #2 serviceudbyder. Få store aktører. Markedet vækster 4-6%.

Svagheder
Dele af selskabets amerikanske aktiviteter er i restrukturering.

Muligheder
Konsolidere branchen via opkøb, da denne er meget fragmenteret. Øget outsourcing er hovedårsag bag forventet markedsvækst på 4-6%.

Trusler
Stor andel af indtjening genereres i Brasilien.

Omsætning 2017
EUR 20.698.000.000
➔ +2,2% i forhold til 2016

Markedsværdi inkl. gæld
EUR 15.435.361.939

Forventet driftsresultat (EBIT) 2019
EUR 1.164.500.000

Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed
7,5% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾
1,8%

Merafkast for virksomhedsejeren
5,7% point

Indtjeningsstabilitet Meget høj

(1) Global vægтет 10-årig statsrente: 10-årig obligationsrente vægтет ift. landfordelingen i MSCI Verden.