

Securitas



Af Claus Juul, Porteføljemanager, ValueInvest Asset Management S.A.

Den svenske sikringskoncern Securitas hører til blandt verdens største i branchen med sine flere end 300.000 ansatte i 51 lande. Selskabet er børsnoteret i Stockholm. Den langsigtede forretningsmodel i Securitas er forholdsvis enkel, jo rigere vi bliver som samfund, desto flere værdier kræver beskyttelse.

Securitas er i en branche i vækst. Beskyttelse og sikring af værdier i både private hjem, virksomheder og samfundet som sådan er netop Securitas' hovedformål. Ved værdier menes både faktiske kroner og ører værdier målt ved eksempelvis BNP (bruttonationalprodukt), men også antallet af mennesker er en værdi, som kræver beskyttelse. Securitas er således placeret til at få del i det potentiale og den vækst, der er i sikringsbranchen. Normalt er investering i brancher med vækst ikke billig, men fra tid til anden kan der være virksomhedsspecifikke faktorer, som på den korte bane har presset aktiekursen, og det giver derfor en mulighed for investorer efter grundige analyser at købe vækst til overkommelige priser. Dette mener Foreningen er tilfældet med Securitas, hvorfor aktien blev inkluderet i de globale afdelinger i starten af året 2012.

Historien - kort fortalt

Securitas har en særdeles spændende historie med familien Philip-Sörensen i centrum samt flere relationer til Danmark. Securitas grundlægges i 1934 af Erik Philip-Sörensen, i første omgang med fokus på vagt og under navnet Hälsingborgs Nattvakt. I 1949 bliver Securitas Alarm etableret - et supplement til den mandskabsbaserede vagtdel. Begge virksomheder ejes af Erik Philip-Sörensen.

De to virksomheder fusioneres i 1972 under navnet Securitas for så i 1981 at blive splittet op og fordelt mellem Erik Philip-Sörensens to sønner. Den ene søn får Securitas indeholdende de svenske aktiviteter, og denne gren af virksomheden bibeholder Securitas navnet. Den anden søn, Jørgen Philip-Sörensen, får Securitas' internationale aktiviteter, en virksomhed vi i dag kender som G4S, verdens største sikringsselskab. Jørgen Philip-Sörensen boede frem til sin død i 2010 i London, men er i Danmark især kendt for sine mange ophold og

ejendomsbesidelse i Skagen. I perioden 1999 til 2008 udskiller Securitas fire divisioner i form af selvstændige svenske børsnoteringer til selskabets aktionærer, alle førende inden for deres felt i sikringsbranchen; virksomhederne Assa Abloy i 1999, Securitas System og Niscayah, begge i 2006, samt Loomis i 2008. I dag er Securitas med dets internationale ekspansion verdens næststørste sikringsselskab. For at fuldende historien skal også nævnes, at Erik Philip-Sörensens far - tilbage i 1901 - grundlagde ISS, verdens førende inden for facility management. Netop ISS og G4S kom i fokus i 2011, da G4S ønskede at købe ISS, men dette opkøb blev stemt ned af G4S's egne aktionærer.

Securitas - nu med i porteføljen

Securitas har i flere år været på Foreningens observationsliste over mulige kandidater til porteføljen. Virksomheden har en stærk markedsposition, et værdifuldt brand og en god historie, og derudover komplementerer Securitas porteføljens virksomheder inden for Stabilt Forbrug og Medicinal. Securitas har en bred kundeflade, som spænder fra statslige/offentlige institutioner, over virksomheder i et væld af forskellige brancher og til privatkundesegmentet. Selskabet driver forretning i over 50 lande, og er således ganske bredt funderet. Når ValueInvest ikke tidligere har købt Securitas til porteføljerne, skyldes det flere forhold. Securitas-aktien har i en årrække været for dyrt prisen jf. investeringsprocessen, og derfor har forudsætningen for at købe aktien ikke været til stede. Hertil kommer, at der ofte skal være en konkret anledning til at investere i en aktie, udover at prisfastsættelsen skal være attraktiv. Sådanne anledninger var der flere af i løbet af 2011 og frem til i dag. Foreningen valgte dog først at købe aktien i februar i år, fordi vi ville se en vis stabilisering af driften i Securitas.

Securitas afklapses og taber en tredjedel i værdi

Efter Securitas aflagde kvartalsregnskab (nov.2010) og fortalte aktiemarkedet, at selskabet havde mistet to store kontrakter med effekt fra starten af det følgende år. Securitas' aktiekurs forblev dog stort set upåvirket. Ved Securitas' helårsregnskab tre måneder senere i 2011 faldt aktiekursen omkring 5%, fordi Securitas havde mistet yderligere en kontrakt. Dermed 3 kontrakter tabt, men uden stor negativ kurseffekt.

Aktiemarkedets reaktion kom derimod prompte, da Securitas aflagde kvartalsregnskaber i hhv. maj 2011 og august 2011, hvor aktien hen over de nævnte begivenheder fik kappet en tredjedel af markedsværdien. Når en aktie taber så meget i værdi på så kort tid, er det sjældent kun ét enkelt forhold, der gør sig gældende. Securitas har gen-

dent kun ét enkelt forhold, der gør sig gældende. Securitas har gennem længere tid haft problemer med sit cash flow, som ikke har levet op til virksomhedens egne forventninger, og dette var stadig tilfældet. Den altoverskyggende forklaring på afklapsningen i Securitas aktien var dog aktiemarkedets overraskelse over at konstatere den betydelige regnskabsmæssige, negative effekt fra de tidligere annoncerede tabte kontrakter. Securitas havde ganske vist over for aktiemarkedet givet indikationer omkring den resultatmæssige effekt fra de tabte kontrakter, men en eller anden form for miskommunikation mellem virksomhed og aktiemarked er der dog sket, når to parter kan gå så skævt af hinanden.

Problemet for Securitas blev efterfølgende, at genopretning af aktiemarkedets tillid og ikke mindst markedsværdi tager tid. Er der noget aktiemarkedet ikke synes om, så er det overraskelser og især usikkerhed omkring fremtidig indtjening. Man siger, at aktiemarkedet normalt er 6-9 måneder forud i sin prissætning af aktier, men i denne situation har det ikke været tilfældet. Det positive er dog, at det giver tålmodige investorer som ValueInvest købsmuligheder, når virksomhed og aktiemarked ikke helt har fået »afstemt« hinandens forventninger.

Turnaround via forbedring af cash-flow

Securitas har således på den korte/mellemlange bane flere udfordringer at arbejde med, men i ValueInvest mener vi dog, at det er forhold, der er opnåelige. Her er det væsentligt at nævne, at Securitas løbende selvfølgelig både taber og vinder kontrakter. Securitas offentliggjorde i februar i år således en ny kontrakt med Canadian Airports (32 lufthavne), som aktuelt er den største kontrakt virksomheden har. Og i april meddelte Securitas, at den prestigefyldte kontrakt med Stockholm Arlanda Lufthavn var blevet forlænget.

Med hensyn til Securitas' cash-flow skal det retfærdigvis nævnes, at dette har været negativt påvirket af opkøb af virksomheder i lande, eksempelvis i Latin Amerika, hvor kunderne er lidt langsomme til at betale, sammenholdt med eksempelvis Nordeuropa. En sådan opstramning af betalingsbetingelser tager tid at ændre. Virksomhedens cash flow har derudover også været negativt påvirket af restruktureringsomkostninger fra både opkøb og fra eksisterende aktiviteter. Securitas har givetvis ikke haft cash flow øverst på prioriteringslisten, men det forsøger virksomheden at lave om på. Eksempelvis via bonusordninger for de ansatte, hvor en del af bonussen bliver afhængig af cash flow udviklingen.

Branche i vækst


Sikringsbranchen er en branche med vækst. Historisk har branchen globalt set vækset hurtigere end udviklingen i BNP, hvilket også er forventningen i overskuelig fremtid. Securitas anslår således i det seneste årsregnskab, at det globale sikkerhedsmarked har en samlet værdi på USD 80 milliarder voksende med 7% årligt på den lange bane, dog uden nærmere at specificere, hvad der menes med langsigtet. Specielt regioner som Asien, Østeuropa, Afrika og Latin Amerika forventes at præstere de højeste vækstrater via en stigende middelklasse med flere aktiver at beskytte og ikke mindst midlerne til at betale for denne beskyttelse, men også fordi sikkerhedsmarkederne her er forholdsvis uudviklede. Disse regioner vil i første omgang primært efterspørge forholdsvis enkle, mandskabsbaserede sikkerhedsydelser såsom vagt. I takt med landenes udvikling og stigende velstand går det så mere i retning af en kombination af vagt og alarm samt efterspørgsel generelt efter sikkerhedsydelser med større teknologisk indhold. Securitas tilbyder hele paletten af sikkerhedsydelser, men hvor Securitas var verdens andenstørste (efter G4S) målt på tværs af alle sikkerhedsområder, så er Securitas markedsleder inden for vagt, foran G4S. Vagtsegmentet forventes, ifølge analysehuset Freedomia, i 2014 at udgøre over 50% af det samlede sikkerhedsmarked.

Lav risiko og pris gør Securitas attraktiv


Prisfastsættelsen af Securitas er attraktiv. Risikomæssigt er Securitas klassificeret som en B-virksomhed. Det er ValueInvests næstbedste kategori (ud af i alt 5) målt på indtjeningsstabilitet. Med en indtjeningsvækst på 5% for 2012 handles virksomheden til 34% af fair value. I værdiansættelsen af Securitas har vi været ganske hårde, da alle restruktureringsomkostninger er inkluderet i definitionen af driftsindtjening, og disse omkostninger har i 2011 været ekstraordinært høje sammenholdt med tidligere år. Restruktureringsomkostninger reducerer således driftsindtjeningen med 6% for 2011. Det direkte udbytte på knap 6% i Securitas hører også til blandt de allerbedste blandt porteføljernes virksomheder, hvor gennemsnittet er 3,7%.

Derfor er Securitas en rigtig valueaktie, som passer til ValueInvests profil om lav risiko og fremtidigt højt, stabilt afkast. ■

SECURITAS AB
www.securitas.com



Hjemsted	Sverige
Etableringsår	1934
Antal ansatte	300.000
Produkter	Sikring, vagt, alarm



Omsætningen fordelt geografisk	Europa ekskl. Spanien og Portugal: 41% Nordamerika inkl. Mexico: 35% Latinamerika inkl. Spanien og Portugal: 14% Mobil overvågning: 10%
Styrker	Stærk markedsposition, specielt inden for vagt service
Svagheder	Relativ lille eksponering imod emerging markets, hvor væksten vil være størst.
Muligheder	Turnaround, stoppe tabet af kontrakter og komme tilbage på vindsporet.
Trusler	Løninflation

Omsætning 2011	SEK 22.356.000.000	↓ -1,6% i.f.t 2010
Markedsværdi inkl. gæld	SEK 33.050.780.600	
Forventet driftsresultat (EBIT) 2012	SEK 3.271.800.000	

Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed	9,90% (Earnings Yield)
Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾	1,76%
Merafkast for virksomhedsejeren	8,14% point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj
Høj
Mellem
Lav
Meget lav

(1) Global, vægтет 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægтет sammen i f.t. MSCI Verden Aktier's vægtning landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.