

Falck planlægger snarlig børsintroduktion

D. 26. april 2010

En afklaring af Falck's børsintroduktion nærmer sig. I de kommende dage vil en række danske og udenlandske investeringsbanker, som Falck har udvalgt til at markedsføre aktien op til børsnoteringen, undersøge interessen for Falck som investeringscase hos en række store institutionelle investorer i Danmark og i udlandet. Medio uge 17 forventer vi at høre nærmere om resultatet af den indledende rundspørge.

Danske Markets, som udgør det danske islet blandt disse investeringsbanker, estimerer i deres indledende analyse Falck's børsværdi til mellem DKK 7,3 og 8,3 mia. Med 97 mio. udestående aktier giver dette en aktiekurs på mellem 75,3 og 85,6.

Falcks organisation har overordnet fire divisioner med følgende karakteristika:

Division	Beskrivelse	Andel af koncernens omsætning	Andel af koncernens driftsindtjening
Redning	Varetager ambulancetjeneste, patientbefordring, brandslukning og andre redningsrelaterede opgaver for myndigheder	46 %	31 %
Assistance	Yder services inden for autoassistance, patientbefordring, sundhedsordninger samt sikring af boliger og bygninger	29 %	45 %
Healthcare	Varetager opgaver i sundhedssektoren og tilbyder eksempelvis sundhedsordninger	13 %	7 %
Træning	Leverer beredskabsplanlægning, rednings- og sikkerhedsuddannelse samt rådgivning	12 %	17 %

Værdiansættelsen er umiddelbart attraktiv

Når vi ser på værdiansættelsen af Falck, synes der at være nogen usikkerhed ved anvendelse af en pengestrømsbaseret analyse. Det skyldes dårlig visibilitet omkring selskabets omsætning og indtjeningsgrader på kvartalsbasis, samt at vurderingen af virksomhedens kapitalomkostninger ligeledes er behæftet med nogen usikkerhed.

Den relative værdiansættelse af Falck er attraktiv på flere punkter, når der sammenlignes med de nærmeste konkurrenter. Her skal det dog bemærkes, at der blandt selskabets nærmeste konkurrenter - den såkaldte peer group - ikke findes nogen virksomheder, som ligner Falck 100 procent.

Blandt de stærke sider af Falcks forretningsmodel er:

- En unik evne til at generere frie pengestrømme, hvor der selv under antagelsen af organisk vækst genereres frie pengestrømme
- En negativ arbejdskapital, hvor Falck har den i særklasse mest attraktive profil på arbejdskapital i forhold til omsætning, når man sammenligner med konkurrenterne

På den svage side kan især nævnes:

- En relativt høj gæld i forhold til egenkapital. Når der sammenlignes med konkurrenter. Gælden udgør for Falcks vedkommende 2,0 gange egenkapitalen, mens den for konkurrenterne udgør 1,1. Dog betyder det høje frie cash flow, at Falck har gode muligheder for at nedbringe gæld, hvis selskabets ledelse ønsker dette.

Vurdering af selskabets konkurrencemæssige position

Falck har en meget stærk markedsposition i Danmark, hvor Falck har et godt renommé, og kundeforholdene er præget af høj loyalitet. På Redning er markedsandelen 85 procent. Dog er der ikke udsigt til det store vækstpotentiale inden for Redning og Assistance i Danmark. Fremtidig vækst skal således primært finde sted inden for aktivitetsområderne Healthcare og Træning eller alternativt inden for Redning og Assistance i udlandet. Dette er lykkedes i fin grad de seneste 5 år, hvor selskabet har været afnoteret fra børsen. Her er væksten fremkommet både ad organisk vej og gennem en lang række opkøb.

Selvom det er positivt for Falck at have relativt lange kontrakter med myndighederne, så kan det også blive problematisk. Problemet opstår, hvis selskabet mister store markedsandele i næste forhandlingsrunde, som hovedsageligt foregår mellem 2013 og 2015, fordi man derved vil have en lavere markedsandel i 4-6 år fremover.

En markant trussel mod selskabets værdifastsættelse vil være en manglende evne til at opretholde den negative arbejdskapital. Dette er der ikke redegjort nærmere for i det materiale, som vi har haft indsigt i, men det vil være genstand for nærmere undersøgelse, når et mere fyldestgørende børsprospekt forefindes. En fortsat ekspansion i udlandet kan afføde et større investeringsbehov, hvilket vil påvirke arbejdskapitalen. Det er derfor interessant at høre selskabets egne prognoser for investeringsbehovet i de kommende 3 år.

Det nødvendige datagrundlag for at bedømme Falcks vækst i henholdsvis omsætning og indtjeningsgrader på kvartalsbasis er ikke blevet offentliggjort. Dette forringer vores evne til at vurdere, om der er foretaget dispositioner, som tilgodeser kortsigtede indtjeningsstigninger frem for langsigtet indtjening, herunder om selskabet har holdt igen med investeringer o.l.

Anbefaling

Vi betragter Falck som en defensiv aktie, og i vores konjunktur cyklus betragtning vil vi placere selskabet under kategorien forsyning og service, som traditionelt set er blandt de mest attraktive sektorer i nedgangstider. Dette betyder ikke nødvendigvis, at man ikke skal investere i denne type selskaber i opgangstider, men at der vil findes nogle alternative brancher og selskaber, hvor indtjeningsvæksten kan forventes at være højere.

Vores anbefaling af Falck vil afhænge af det endelige udbudsinterval for aktiekursen. Og i tillæg hertil skeler vi naturligvis til, hvad de underliggende makroøkonomiske forudsætninger fortæller os.

Fundamentalt set synes investeringscasen i Falck at være god. Men vi vil gerne kunne skimte en fair værdi med en upside på 15-20 procent på 12-18 måneders sigt. Vores konklusion på denne indledende analyse er derfor, at vi vil anse indgangsniveauet for attraktivt, hvis det ligger i spændet 75,3 til 78,4 - svarende til en markedsværdi på mellem DKK 7,3 mia. og 7,6 mia.

Når vi er nærmere børsnoteringen, vil der være mange flere informationer til rådighed, herunder fra selskabets eget børsprospekt. Derfor kan denne konklusion blive ændret undervejs.