

Utmärkt utdelningsaktie – tillväxten tillbaka i år

2020: Imponerande år kröns med rejäl utdelning

När Coor summerade 2020 fanns all anledning att vara nöjda. Trots att pandemin pressade ner omsättningen med 7 procent till 9 591 miljoner kronor (10 313) lyckades bolaget öka det justerade ebita-resultatet med drygt 1 procent till 556 miljoner (549). Även om Coor dragit stor nytta av statliga permitteringsstöd har bolaget utan tvekan hanterat pandemin på bästa sätt. I våra ögon var det ett styrketecken att Coor, trots andra vågen i pandemin, lyckades bolaget lämna det svenska permitteringssystemet redan under tredje kvartalet. Bolaget överraskade i bokslutet med ett oväntat generöst utdelningsförslag på 4,40 kronor per aktie, jämfört med vår prognos på 3,50 kronor.

2021: återhämtning + stark pipeline + nya förvärv

Under 2021 räknar vi med att Coor återgår till tillväxt när delar av det pandemirelaterade tappet återhämtas. Utöver det talar ledningen om att pipeline med nya potentiella affärer nu ser ännu bättre ut än för bara några månader sedan, med flera stora kontrakt i framförallt Sverige och Danmark som går mot avslut. Det rimmar väl med tidigare mönster där kriser/lågkonjunkturer lett till ökad outsourcing, och därmed tillväxt för Coor. Lägg slutligen till att Coor trots den generösa utdelningen har ett förvärvsutrymme på uppåt 1 miljard. Bolaget har redan hunnit med ett litet förvärv i år, norska R & K Service som tillför cirka 80 miljoner i omsättning. Och vi räknar med mer av den varan framåt. Den stora osäkerheten på tillväxtsidan ligger i om arbetslivet strukturellt förändrats med en högre andel hemarbete, vilket skulle kunna minska efterfrågan på Coors arbetsplatsrelaterade tjänster i ett längre perspektiv.

Aktien: >7% direktavkastning i stabilt tillväxtbolag

Efter bokslutet gör vi bara mindre justeringar i våra prognoser. Det förlorade Equinor-kontraktet slår främst mot 2022. Samtidigt lär nya kontrakt som signeras i år främst påverka 2022, givet en trolig förskjutning mot andra halvåret samt en viss upprampningstid. Vi ser därför potential till höjda prognoser för främst 2022 drivet av nya kontrakt under 2021 samt fler förvärv. Vid kurs 60 kronor är Coor prissatt för bara drygt 1 procent utdelningstillväxt framåt. Det innebär att aktiemarknaden helt räknat ut bolaget, vilket framstår som klart förhastat. Vi ser mycket god risk/reward i aktien på dessa nivåer och upprepar riktkursen 80 kronor.

Coor

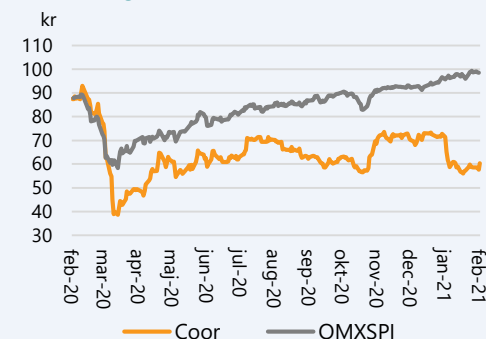
Kvartalsuppdatering - Q4 2020

Datum 15 februari 2021
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch	Tjänster
Styrelseordförande	Mats Granryd
Vd	AnnaCarin Grandin
Noteringsår	2015
Listning	Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker	COOR
Aktiekurs	60 kr
Antal aktier, milj.	95,81
Börsvärde, mkr	5 749
Nettoskuld, mkr	879
Företagsvärde (EV), mkr	6 628
Webbplats	www.coor.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2019	2020	2021p	2022p
Omsättning	10 313	9 591	10 050	10 175
Just. ebita	549	556	550	560
Rörelseres. (ebit)	299	318	328	345
Resultat f. skatt	228	252	263	280
Nettoresultat	169	191	197	210
Just. nettoresultat	355	384	389	395
Just. vinst per aktie	3,71 kr	4,01 kr	4,06 kr	4,12 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	4,40 kr	4,00 kr	4,25 kr
Omsättningstillväxt	8,7%	-7,0%	4,8%	1,2%
Just. ebita-marg.	5,3%	5,8%	5,5%	5,5%
Nettoskuld/ebitda	2,3	1,6	1,8	1,8
P/e-tal (just.)	16,2	15,0	14,8	14,6
EV/just. ebita	12,1	11,9	12,1	11,8
EV/ebit	22,2	20,8	20,2	19,2
EV/omsättning	0,64	0,69	0,66	0,65
Direktavkastning	0,0%	7,3%	6,7%	7,1%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Stark position på attraktiv marknad

Kärnan i Coors attraktivitet ligger i bolagets fokus på integrerade fastighetstjänster (IFM, integrated facility management,) riktat till i huvudsak storföretag och myndigheter. Denna affär har de senaste åren stått för ~60 procent av omsättningen. IFM-upplägget skapar en betydligt större komplexitet i leveransen av annars enkla tjänster såsom städning, vaktmästeri och personalmatsalar. Detta avspeglas i ett väsentligt lägre konkurrenstryck samt att IFM-marknaden i Norden domineras av endast tre aktörer där Coor med sina cirka 40 procents marknadsandel är störst.

Stabila vinstökningar och fina kassaflöden

På kort sikt kan Coors tillväxttakt variera kraftigt, främst beroende på timing för större förvärv respektive uttrullning av större kontrakt. När tillväxten ökar brukar marginalen falla tillbaka, för att sedan stiga i takt med att Coors effektiviseringar biter. På resultatnivå på årsbasis jämnar detta emellertid ut sig och Coors stabilitet blir tydlig. Sedan 2012 har Coors justerade ebita-resultat ökat väldigt stabilt med en genomsnittlig årlig ökning på över 8 procent (se diagram). Den relativt konjunkturokänsliga affären, där abonnemangsinträden står för cirka 75 procent av intäkterna, är dessutom kapitallett med starka kassaflöden. Det möjliggör generösa utdelningar (se diagram).

Stor potential i nordisk expansion

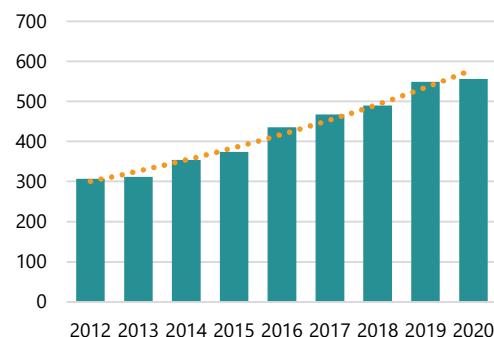
Marknaden för IFM-tjänster beräknas enligt bolaget växa med cirka 5 procent per år. Bolagets finansiella mål är en justerad ebita-marginal på cirka 5,5 procent, men på den mer mogna svenska marknaden når Coor 9–10 procent. I takt med att bolaget ökar volymerna på övriga marknader i Norden finns i våra ögon en uppdämd långsiktig marginalpotential (se diagram). Lågkonjunkturer brukar också leda till ökad outsourcing, vilket talar för att Coor möter en bra marknad efter covid-19-pandemin. Den tesen stärkt av att ledningen fortsatt talar om en stark pipeline med nya affärer framåt.

Fortsatta förvärv till låga multiplar stärker caset

Coor har en framgångsrik förvärvsstrategi där bolaget oftast förvärvar ett bolag inriktat på en FM-tjänst, exempelvis lokalvård. Förvärvsmultipeln är typiskt sett väsentligt lägre än Coors och faller ytterligare när synergier utvunnits. Senaste större förvärvet, Norrlands Miljövård, förvärvades exempelvis till ev/ebita på knappt 8, vilket beräknades falla till nästan 6 efter utvunna synergier. På detta sätt kan Coor dra nytta av det så kallade multipelarbiteraget. Kortsiktigt finns ett stort förvärvsutrymme givet en nettoskuld/ebitda på 1,6 relativt målsättningen att ligga under 3,0.

Stabila vinstlyft över tid

Justerat ebita-resultat (Mkr) 2012–2020

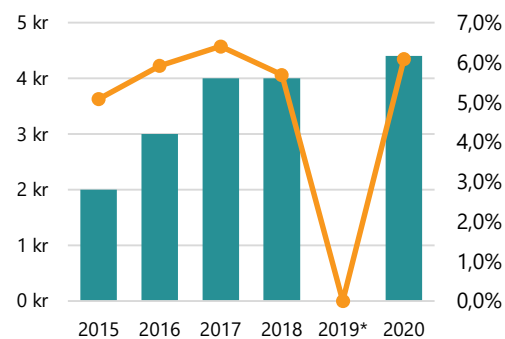


Källa: Bolaget, Analysguiden

Not: Orange linje är exp. trend (8,2%/år)

5–6% direktavkastning är normen

Utd. (staplar, vä) & direktavk. (linje) baserat på aktiekurs 31/12

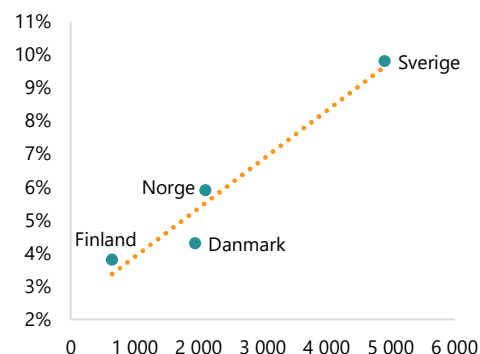


Källa: Bolaget, Analysguiden

* Utdelningen för 2019 inställd p.g.a. covid-19-pandemin

Marginalpotential i Norden

Omsättning per land (Mkr) & just. ebita-marg. 2020



Källa: Bolaget, Analysguiden

Prognoser och utsikter

Blandad utveckling under fjärde kvartalet

Coors fjärde kvartal bjöd på en tudelad utveckling, där Sverige och Norge redovisade stora intäktstapp, medan Danmark och Finland klarade sig betydligt bättre (se tabell). Detta avspeglades också på resultatnivå, där vinstfall i Sverige och Norge delvis vägdes upp av vinstökningar i Danmark och Finland. För koncernen ökade det justerade ebita-resultatet marginellt till 153 miljoner (152), vilket var klart bättre än vår prognos vid 142 miljoner.

Under kvartalet visade Coor på fortsatt god anpassningsförmåga, och det trots att bolaget helt lämnade det svenska permitteringsystemet redan under tredje kvartalet. Det bådär i våra ögon gott för första halvåret 2021 där pandemin alltjämt lär påverka verksamheten.

Generellt under 2020 har Coor gynnats av ökad efterfrågan på lokalvård, vilket är bolagets största tjänst. Pandemin har samtidigt slagit hårdast mot mat- & dryck-segmentet när många anställda arbetat hemma under pandemin.

2021 – återgång till tillväxt, men lägre lönsamhet

Blickarna lyfts nu mot 2021, där pandemin sannolikt ebbar ut under första halvåret och det kan bli mer av ”business as usual” från andra halvåret. Redan nu vet vi att fjärde kvartalet kommer tyngas av det förlorade Equinor-kontraktet i Norge, en kundförlust som blir än mer kännbar 2022 när den påverkar tre kvartal. Värt att påminna om är att Coor över tid haft en imponerande kundlojalitet (se diagram), och att sådana här kundtapp är mer undantag än regel.

Över tid har Coor uppvisat ett tydligt mönster där högre tillväxt generellt inneburit marginalförsämring (nya stora kontrakt är inte lika lönsamma i början och större förvärv har varit FM-bolag med lägre lönsamhet, inriktade på en eller ett fåtal tjänster,). Sen när tillväxten faller har Coor istället fokuserat på effektiviseringar och lyckats arbeta upp lönsamheten (se diagram). Samma mönster märktes av under det pandemityngda 2020 där Coors marginal stärktes trots negativ organisk tillväxt. Under 2021 ser vi det som troligt att denna utveckling reverseras med positiv omsättningstillväxt, men något vikande lönsamhet.

På den positiva sidan noterar vi att ledningen låter ännu mer själv-säker kring pipeline av nya affärer, främst i Sverige och Danmark. Det bådär gott för nyhetsflödet under 2021, men frågan är hur stor effekt nya avtal får på årets räkenskaper. Om pandemin skjuter på avsluten till andra halvåret samtidigt som det alltid är en viss upprampningstid på nya kontrakt, så lär effekterna från nya affärer främst påverka 2022 positivt.

Starkt kvartal i Danmark & Finland

Utfall Q4 2020 vs. Q4 2019

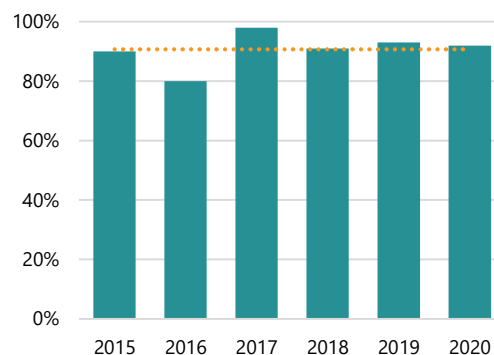
Omsättning, Mkr	Q3 2019	Q4 2020	Förändring
Sverige	1 400	1 275	-8,9%
Norge	656	548	-16,5%
Danmark	509	497	-2,4%
Finland	168	169	0,6%
Koncernen	2 732	2 489	-8,9%

Just. EBITA, Mkr	Q3 2019	Q4 2020	Förändring
Sverige	138	129	-6,5%
Norge	40	34	-15,0%
Danmark	19	22	15,8%
Finland	1	4	300,0%
Koncerngemensamt	-47	-36	
Koncernen	152	153	

Källa: Bolaget.

Lojala kunder är det normala

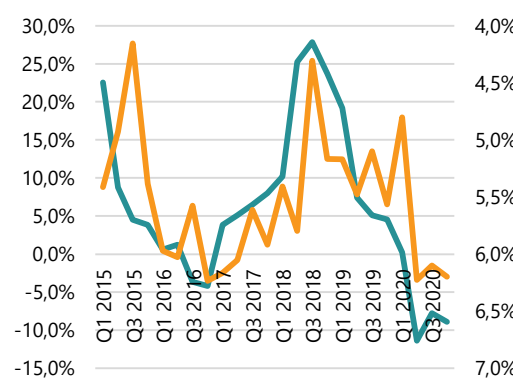
Andel förlängda kundavtal



Källa: Bolaget. Orange linje är medelvärde: 90,7%

Tillväxt och marginal åt olika håll

Tillväxttakt i årstakt (grön, vänster) vs. just. ebita-marginal*



Källa: Bolaget, Analysguiden

*Observera: inverterad skala på höger Y-axel

Vi ser också goda chanser till fler förvärv, då Coors balansräkning trots den generösa utdelningen är stark. Nyckeln för Coor blir i mångt och mycket att under 2021 dels leverera en återhämtning när pandemin släpper, dels att få till avslut på en stark pipeline, dels att nyttja balansräkningen till nya förvärv.

Lyckas bolaget på alla fronterna, vilket vi ser goda möjligheter till, då lär både våra prognoser och konsensusprognoserna för 2022 visa sig för låga. (Vi spår bara drygt 1 procent tillväxt 2022 i dagsläget.) Prognoshöjningar skulle sannolikt få investerarna att åter se på Coor som ett stabilt tillväxtbolag, vilket öppnar upp för en stor uppvärdering av aktien.

Skulle pandemin hålla i sig längre än väntat samtidigt som Coor varken levererar nya kontrakt eller nya förvärv lär aktien få svårt att lyfta. Den höga direktavkastningen gör samtidigt att vi ser en begränsad nedsida i ett sådant scenario. Följaktligen ser vi bra risk/reward i Coor på nuvarande nivåer.

Stark balansräkning ger stora förvärvsmöjligheter

Vid årsskiftet var Coors nettoskuld/ebitda nere i låga 1,6, vilket kan ställas mot bolagets målsättning om att ration ska understiga 3,0. Även med den generösa utdelningen om 4,40 kronor per aktie i år lär Coor vid nästa årsskifte vara i ungefär samma situation som i dag.

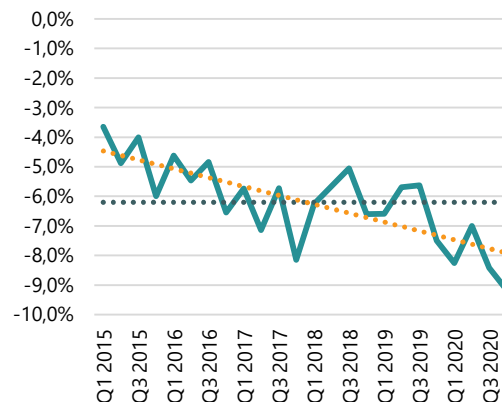
Rörelsen lär i år generera ett fritt kassaflöde före rörelsekapitalförändring på omkring 400 miljoner kronor, men två faktorer belastar den siffran. Dels redan genomförda förvärv som det aviserade förvärvet i Norge med en köpeskilling på 65 miljoner, dels indikerade ledningen på rapportkonferensen att nuvarande rörelsekapital i förhållande till omsättning på rekordlåga -9,2 procent sannolikt inte är uthålligt.

Diagrammet ovan speglar Coors trend med ett växande negativt rörelsekapital. Nuvarande nivå framstår som extrem och en återgång till minus 6–7 procent skulle inte överraska (ledningen på rapportkonferensen talade om ~7 procent som en mer normal nivå). Men även med ett successivt normaliserat rörelsekapital har Coor ett förvärvsutrymme på nära 1 miljard. Utifrån historiska förvärvsmultiplar (se tabell nedan) skulle Coor teoretiskt kunna förvärva motsvarande 20–25 procent ebita-tillväxt.

Så hög förvärvstillväxt är inte trolig, men noterbart är att Coor innan pandemin slog till i fjol hade börjat växla upp förvärvstempot. 2018 och 2019 bjöd på hela fyra förvärv som tillförde en total omsättning på knappt 1,2 miljarder. Här ser vi en möjlighet i att aktiemarknaden underskattar Coors framtida förvärvsambitioner.

Kunderna finansierar verksamheten

Rörelsekapital/omsättning rull. 12 mån 2015–2020



Källa: Bolaget, Analysguiden

Not 1: Orange linje är linjär trend

Not 2: Svart linje är medelvärde (-6,2%)

Uppskruvat förvärvstempo innan pandemin slog till

Coors förvärv de senaste åren

Aviserat	Tillträdesdag	Förvärv	Land	Oms. MSEK	Köpeskilling	Förvärvsmultipl	Förvärvsmultipl inkl. synergier
2018-01-09	2018-02-01	OBOS Eiendomsdrift AS	Norge	Ca 70	47 MNOK	6x EBITA	<5x EBITA
2018-01-10	2018-02-23	Elite Miljø A/S	Danmark	Ca 700	220 MDKK	11x EBITA	<7x EBITA
2018-05-29	2018-07-02	West Facility Management AS	Norge	Ca 140	95 MNOK	Ca 9x EBITA	<6x EBITA
2019-09-27	2019-10-31	Norrlands Miljövård AB	Sverige	Ca 250	185 MSEK	Ca 8 x EBITA	Ca 6x EBITA
[Inga förvärv under det pandemipåverkade 2020]							
2021-02-10		R & K Service AS	Norge	Ca 80	65 MSEK	Ca 7x EBITA	Ca 5x EBITA
Summa ca 1 240 Mkr på ca 3 år ~400 Mkr/år ~4% förvärvad tillväxt per år							

Källa: Bolaget, Analysguiden

Värdeaktie med goda avkastningsutsikter

Det låga ränteläget är en faktor som bidragit till den goda utvecklingen för tillväxtaktier på senare år. Samtidigt har värdeaktier utvecklats betydligt sämre. Med svag omsättningstillväxt för tillfället, och en direktavkastning kring 7 procent, faller Coor för närvarande in i kategorin värdeaktier.

Enligt PWC:s riskpremiestudie från i fjol är professionella investerars avkastningskrav på Stockholmsbörsen knappt 8 procent. Det kan tyckas högt givet nuvarande låga inflation (0,5%) och ränta kring noll, men låt oss ändå konservativt räkna med det.

Vid oförändrad lönsamhet skulle Coor kunna hålla en utdelningsnivå på cirka 4 kronor per aktie. Vid kurs 60 kronor motsvarar det 6,7 procents direktavkastning.

Med 8 procents avkastningskrav och stillastående utdelning på 4 kronor för evigt är Coor-aktien värd 50 kronor. Det ger 17 procents nedsida i aktien i ett mycket pessimistiskt scenario.

Antas istället 2 procents årlig utdelningstillväxt för evigt ökar värdet till knappt 67 kronor – motsvarande nära 12 procents uppsida. Vid ett antagande om 1 procents årlig utdelningstillväxt hamnar motiverat värde nära nuvarande kursen.

Detta kan ställas mot att Coor 2012–2020 ökade vinsten med drygt 8 procent årligen (se diagram ovan). Poängen är att även om Coors vinststillväxt i en post-covid-värld skulle falla ner till, säg 5–6 procent, så räcker det för att göra aktien klart undervärderad.

Risker

Förändrat arbetsliv efter pandemin

Risken finns att de tillfälliga förändringarna i arbetslivet under pandemin, främst ökat hemarbete, leder till permanenta förändringar. Exempelvis skulle ökat hemarbete kunna få fler företag att se över sina lokalbehov, med minskad yta som följd och i slutändan en minskad efterfrågan på Coors tjänster. Vidare skulle ökat hemarbete slå mot Coors intäkter inom mat & dryck (ett normalår ~15 procent av omsättningen).

Ledningen har kommunicerat att den ser ett troligt scenario där de närmaste 1–2 åren blir en testperiod på många arbetsplatser och att återstår att se hur det blir framåt. Vidare räknar ledningen med att arbetet på distans ökar från 0,5 dagar per vecka innan pandemin till 1–1,5 dagar. Skillnaderna kommer dock att vara stora mellan olika branscher, där vissa lämpar sig betydligt bättre för hemarbete än andra. Här kan inflikas att Coor har många kunder inom industri och offentlig sektor, där hemarbete för många inte är ett alternativ.

Beroende av stora kunder

Förlusten av det stora IFM-kontraktet med Equinor (tidigare Statoil) värt cirka 500 miljoner kronor per år (~5 % av omsättningen) illustrerar Coors relativt stora beroende av ett fåtal storföretagskunder. Under 2019 hade Coor en kund som stod för mer än 10 procent av omsättningen. Den kunden stod för knappt 14 procent av omsättningen.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Johan Högberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Johan Högberg