

Attraktiv direktavkastning & fint förvärvsutrymme

Fallande organisk tillväxt & en marginal under press

Inledningen på 2023 kom in i linje med Analysguidens förväntningar. Den organiska tillväxten var negativ men inkluderat valutaförändringar uppgick omsättningen till 2 978 mkr, vilket är 2% över våra prognoser. Justerat ebita-resultat kom in på 152 mkr, vilket innebär en minskning med 23% och en marginal om 5,1%, alltså en fortsatt marginalpress. Det är något som Analysguiden har tagit höjd för i prognoserna. Den negativa organiska tillväxten förklaras av tidigare förlorade kontrakt, däribland Volvo Group. Tillväxten faller på samtliga marknader bortsett från Danmark där den organiska tillväxten uppgår till 18%, drivet av uppstarten av kontraktet med Byggnadsstyrelsen. Att omsättningen drivs av nya kontrakt kan i sin tur delvis förklara marginalpressen då lönsamheten är lägre under uppstartsfasen. I takt med att kontrakten mognar förväntas dock lönsamheten tillta.

Rörliga volymer återhämtas & hög aktivitet i Norge

Inför helåret 2023 hade Analysguiden tagit höjd för nedjusteringar av rörliga volymer i kontrakten som en effekt av en avmattande konjunktur. I rapporten kommunicerade bolaget en återhämtning bland rörliga volymer inom fastighetsservice samt mat och dryck, vilket är positivt och innebär att utvecklingen framåt kanske inte blir fullt så illa som Analysguiden tidigare befarat. Coor möter dock tuffa jämförelsetal då kvartalen efter pandemin betingades av stark organisk tillväxt och hög lönsamhet. Men redan under andra halvåret av 2023 går bolaget lättare jämförelsetal till mötes. Dessutom noterar Analysguiden en uppmuntrande hög aktivitet med flera nya kontrakt i Norge, den tidigare skadeskjutna marknaden som drabbades av kontraktsförluster och underhållsstopp inom olje- och gasindustrin. Slutligen aviserades förvärvet av Skaraborg Städ som förväntas addera ~400 mkr i omsättning, bredda bolagets geografiska täckning och öka densiteten i Västra Götaland. Analysguiden ser positivt på att Coor använder sin starka balansräkning och utökar den geografiska spridningen eftersom det ger stöd åt fortsatt lönsam organisk tillväxt.

Balansräkning rymmer både förvärv & hög utdelning

De kortsiktiga utsikterna är blandade och Coor framstår inte som en självklar vinnare mot rådande konjunktur. Positivt är dock att lönsamheten förbättras sekventiellt och framåt räknar Analysguiden med stärkt lönsamhet i takt med att nya kontrakt mognar. Aktien ger dessutom en hög direktavkastning över 7%, vilket torde premieras bland investerarna i dagens klimat. Därtill återfinns kvalitéer som en stark balansräkning med förvärvsutrymme och en bas av till stor del återkommande intäkter. Efter rapporten gör vi mindre prognosjusteringar, upprepar motiverat värde om 75 kronor och bedömer att nedsidan är hanterbar på dagens kursnivåer runt 64 kronor. På våra prognoser handlas aktien till ett just. p/e-tal runt 12x på nästa års vinst.

Coor

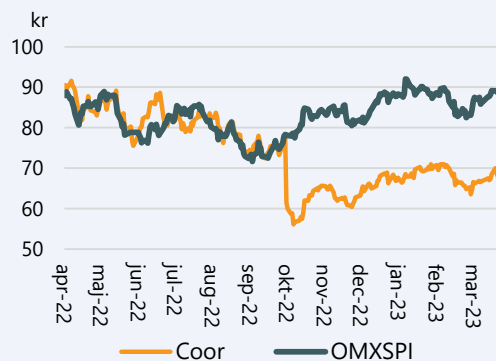
Rapportkommentar – Q1 2023

Datum 28 april 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Tjänster
Styrelseordförande Mats Granryd
Vd AnnaCarin Grandin
Noteringsår 2015
Listning Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker COOR
Aktiekurs 63,5 kr
Antal aktier, milj. 95,8
Börsvärde, mkr 6 083
Nettoskuld, mkr 1 598
Företagsvärde (EV), mkr 7 633
Webbplats www.coor.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	11 789	12 280	13 050	13 700
Just.ebita*	634	665	730	760
Rörelseres. (ebit)	408	495	560	640
Resultat f. skatt	336	425	460	540
Nettoreultat	257	323	359	421
Just. Nettoreultat**	414	458	494	506
Just. vinst per aktie	4,3 kr	4,8 kr	5,2 kr	5,3 kr
Utd. per aktie	4,8 kr	4,8 kr	4,8 kr	4,8 kr
Omsättningsstillväxt	16,7%	4,2%	6,3%	5,0%
Just.ebita-marg.	5,4%	5,4%	5,6%	5,5%
Rörelsemarginal	3,5%	4,0%	4,3%	4,7%
Nettoskuld/just.ebitda	1,9	1,8	1,7	1,6
P/e-tal (just)	14,6	13,2	12,2	11,9
P/e-tal	23,5	18,7	16,8	14,3
EV/just.ebita	12,0	11,5	10,5	10,0
EV/ebit	18,7	15,4	13,6	11,9
EV/omsättning	0,65	0,62	0,58	0,56
Direktavkastning	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%

*Justerat för jämförelsestörande poster

**Resultat efter skatt exklusive av- och nedskrivningar på goodwill, kundkontrakt och varumärken

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 stod under 2022 för 57% 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 och lojalare kunder. Därtill uppvisar marknadssegmentet en högre tillväxttakt och den nordiska marknaden domineras av endast tre aktörer där Coor är marknadsledare med en marknadsandel runt ~40%.

Stor tillväxt- och lönsamhetspotential i Norden

Marknaden för IFM-tjänster beräknas enligt bolaget växa med cirka 5% per år. Bolagets finansiella mål är en justerad ebita-marginal på cirka 5,5%, men på den mer mogna svenska marknaden når Coor 9–10%. 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 samt den konjunkturella nedgången vi står inför.

Stabila vinstökningar och fina kassaflöden

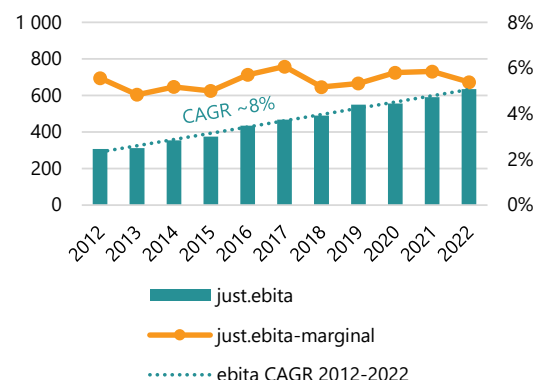
På kort sikt kan Coors tillväxttakt variera kraftigt, främst beroende på timing för större förvärv respektive utrullning av större kontrakt. När tillväxten ökar brukar marginalen falla tillbaka, för att sedan stiga i takt med att Coors effektiviseringar biter. På resultatnivå på årsbasis jämnar detta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

Förvärv till låga multiplar & generösa utdelningar

Coor har en framgångsrik förvärvsstrategi där bolaget oftast förvärvat bolag inriktat på en FM-tjänst, exempelvis lokalvård. Förvärvsmultiplerna är typiskt sett väsentligt lägre än Coors, vilket gör att bolaget kan dra nytta av det så kallade multipelarbiterat. Typiskt sett faller multiplerna dessutom ytterligare när synergier realiserar. Efter en förvärvspaus under det pandemipåverkade 2020 bjöd 2021 på en rekordhög förvärvstakt. Summerat har Coor under de senaste fyra åren förvärvat en omsättningstillväxt på cirka 5–6% per år. Kortsiktigt finns dessutom ett betydande förvärvsutrymme givet en nettoskuld/ebitda på 1,9x, vilket skall ställas mot målsättningen att ligga under 3,0x. Den stabila och lönsamma verksamheten kombinerat med en hög kassagenerering stärker även bolaget balansräkning, vilket i nästa skede möjliggör för Coor att; 1) Återinvestera i verksamheten för framtida tillväxt. 2) Konsolidera marknaden genom företagsförvärv. 3) Kontinuerligt erbjuda investerare en hög och växande utdelning.

Historiskt stabil verksamhet

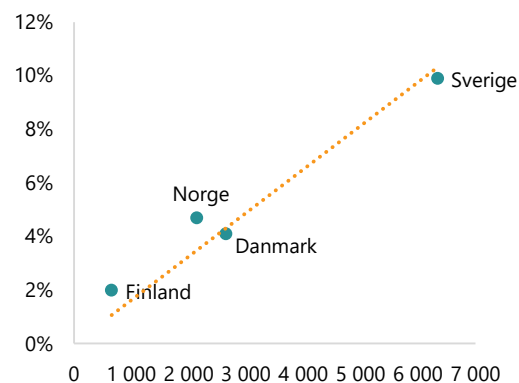
Omsättning & bruttoreultat (stapel, vänster). Justerad ebita-marginal (linje, höger).



Källa: Bolag, Analysguiden

Marginalpotential i Norden

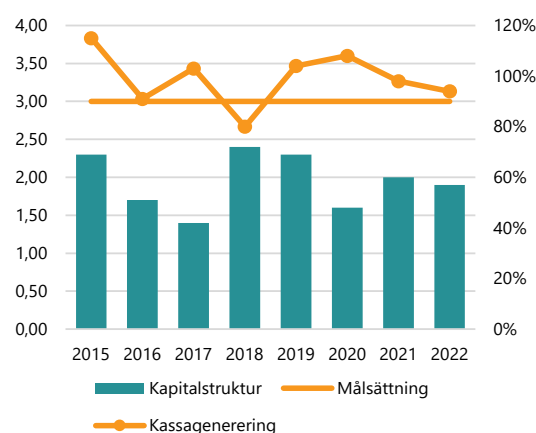
Omsättning per land (Mkr) & rörelsemarginal



Källa: Bolaget, Analysguiden

Nettoskuld under målsättningen

Kapitalstruktur* (vänster, stapel), kapitalstruktur-målsättning (vänster, linje) & kassagenerering** (höger, linje)



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

*Nettoskuld dividerat på justerad ebitda

**Förenklat operativt kassaflöde genom justerat EBITDA

Utsikter och värdering

Som sagt, utsikterna för Coor är blandade, ömsom vin ömsom vatten. Å ena sidan står vi i en miljö av stigande räntor, hög inflation och en ekonomisk marknad med tuffa utsikter, vilket i sin tur kan sätta press på Coor i form av minskade kontrakt och högre kostnader.

Å andra sidan, i presentationen i samband med rapporten berättar VD Grandin att Coor hanterar inflationen genom prisjusteringar och effektiviseringar. Dessutom är en stor del av kontraktbasen indexerad mot arbetskraftsindex, vilket delvis skyddar bolaget mot löneökningar. Därtill har Coor under tider av låg tillväxt varit skickliga på att parera kostnadsmassan och för att upprätthålla god lönsamhet.

FM-marknaden har dessutom en historik av god motståndskraft när övriga ekonomin viker. Initialt drabbas Coor av minskade volymer men en svagare ekonomi har ofta följts ofta av gynnsamma förändringar. Stora företag ser över sina kostnader där enkla tjänster som städ och fastighetsunderhåll kan effektiviseras genom IFM-kontrakt.

Affärsmöjligheter bubblar upp ur vikande marknad

Coor har under de senaste månaderna aviserat nya kontrakt framför allt i Norge och Sverige, däribland, Alstrom IKEA, Technopolis samt Drammens kommun. Kvartalsrapporten skymtar även om att rörliga volymer är på återgång och Coor har flertalet framgångsrika kontraktförhandlingar i bagaget. Sammantaget vittnar det om en nulägesbild där FM-marknaden mår förhållandevis bra. Men framtiden är ovisst och läget kan snabbt förändras varför Analysguiden är konservativ i prognosmakandet och tar fortsatt höjd för osäkerheten.

En ljuspunkt i rapporten är den, om än låga men, sekventiella marginalförbättringen. På koncernnivå uppgick den justerade ebita-marginalen till 5,1% (5,0). För helåret räknar 2023 Analysguiden med en marginal runt 5,4%, drivet av den danska marknaden som framstår som intressant. Det tidigare kontraktet med Byggnadsstyrelsen har tyngt lönsamheten under uppstartsfasen men likt andra stora avtal bör lönsamheten successivt tillta. Avtalet med danska polisen är också intressant och ger Coor en bred geografisk spridning. Det i sin tur är viktigt för lönsamheten. Efter sommaren väntas dessutom besked för sista etappen kring Byggnadsstyrelsens stora outsourcing.

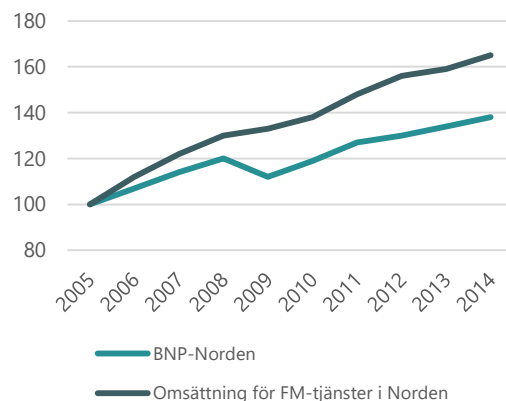
Hög direktavkastning till en begränsad nedsida

Coors starka balansräkning är dels är en åtråvärd defensiv kvalitet som möjliggör för hög direktavkastning, dels ett offensivt vapen som kan användas för förvärv. Skaraborg Städ utgör ett bra exempel på de värdeskapande förvärv som ledningen letar efter. Det handlar om att nå en ökad geografisk spridning och förvärva lönsamma bolag med god historik. I prognoserna har vi inte inkluderat några framtida förvärv men ser alltså positivt på att den starka balansräkningen utnyttjas.

Efter rapporten gör vi mindre justeringar och höjer räntekostnaderna efter att finansnettot kom in högre än våra förväntningar. Det har dock inga anmärkningsvärda effekter på vårt motiverade värde som vidhålls på 75 kronor. Investeraren erhåller en direktavkastning norr om 7% och nedsidan framstår i dagsläget som förhållandevis begränsad under antagandet att marknaden upprätthåller en historisk premiumvärdering för stabiliteten i verksamheten.

Solid historisk motståndskraft

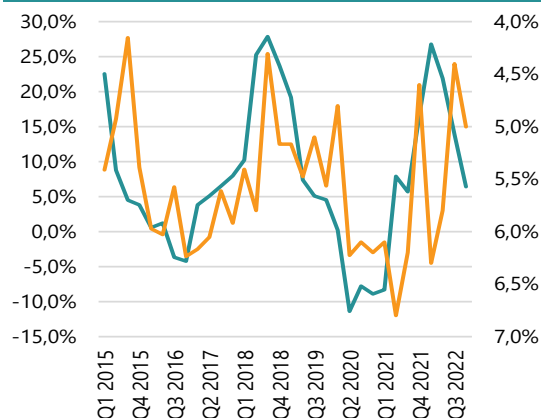
Historisk utveckling av BNP i Norden (grön) i relation till utvecklingen av omsättning för FM-tjänster i Norden (mörkgrön).



Källa: Coor prospekt 2015

Stärkt lönsamhet när tillväxten viker

Tillväxttakt (grön, v) & just. ebita-marg (orange, hö)



Källa: Bolaget, Analysguiden

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 det 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 stora IFM-kontrakt värda ~400–500 miljoner kronor per år med norska Equinor (tidigare Statoil) och AB Volvo under 2021 illustrerar Coors relativt stora beroende av storföretagskunder. Under 2021 stod de tio största kunderna för 46 procent av koncernens omsättning. Över tid blir Coor emellertid alltmer diversifierat via geografisk expansion, förvärv samt allt fler mindre och mellanstora kontrakt. Vidare gör Coors affärsmodell med en hög andel rörliga kostnader att bolaget snabbt kan komma ur kostnaderna som är förknippade med ett förlorat kontrakt.

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 Oliver Uusitalo äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Oliver Uusitalo