

Marknadsledaren lockar med hög direktavkastning

Lång historik präglad av en imponerande stabilitet

Coor är en ledande nordisk leverantör av Integrerade Facility Management (IFM)-tjänster. Bolaget tillhandahåller ett brett utbud av tjänster, som inkluderar allt från catering och lokalvård till fastighets-service och säkerhetstjänster. Coor grundades 1998 som ett dotterbolag till byggjätten Skanska. Under 2004 förvärvades bolaget av riskkapitalbolaget 3i och bytte namn till Coor Service Management. 2015 tog Coor klivet in på Stockholmsbörsen och har tills idag vuxit till över 10 000 anställda med verksamhet i hela Norden. Kundlistan är imponerande med kunder som ABB, danska polisen ICA. Historiken präglas av en imponerande stabilitet och sedan börsnoteringen har omsättningen årligen vuxit med 7% i genomsnitt och uppgick till ~11,8 miljarder kronor för räkenskapsåret 2022.

Spännande möjligheter kommer ur en svag marknad

På förhand ser 2023 ut att bli ett tufft år IFM-bolaget. Utmaningar såsom stigande räntor, hög inflation och en allmänt tuff ekonomisk marknad kan påverka Coor i den negativa riktningen. Kostnadsbesparingar bland kunderna kan resultera i minskade volymer och en hög inflation kan få kostnaderna att stiga. Så här långt har läget dock hanterats väl. Indexeringar och interna effektiviseringar gör att Coor delvis lyckas kompensera mot den tuffa marknaden. Historiskt har bolaget varit skickliga på att hantera kostnadsbasen och svåra ekonomiska tider följs inte sällan av perioder där intresset för IFM-kontrakt tilltar då stora företag ska se över sin kostnadsbas. Dessutom är affärsmodellen kapitallätt och bolaget har ett negativt rörelsekapital eftersom kunderna betalar i förskott. Det i sin tur borgar för hög kassagenenering som skapar en stark balansräkning som möjliggör för generösa utdelningar och värdeskapande förvärv.

Överdriven kursreaktion efter förlorat kontrakt

Coor har en ledande position på en stabil och fragmenterad marknad. Verksamheten präglas av stabilitet och fina kassaflöden som möjliggör för hög direktavkastning. Det i sin tur gör Coor-aktien till en kandidat för byrålådan. Aktien handlas runt ~50 kronor efter ett kurs-tapp över ~20% sedan årsskiftet, delvis drivet av att Coor förlorade omförhandlingarna av Ericsson-kontraktet värt ~500mkr per år. På kort sikt framstår prissättningen av aktien hyfsat motiverad. Aktiemarknaden har tagit fasta på den fina historiken och den höga direktavkastningen ser ut att vara eftertraktad. Historiskt har jämförbara bolag handlats strax under 20x årsvinsten och vår bedömning är att Coor prissätts för att leverera i linje med sina finansiella mål. Ett p/e-tal på 17x nästa års vinst ger ett motiverat värde på 60 kronor och erbjuder en kurspotential strax under 20% utöver den fina utdelningen. Marknadens oro må vara befogad men den negativa kursreaktionen framstår i dagsläget som överdriven och dagens kursnivåer kan utgöra ett bra ingångsläge.

Coor Service Management

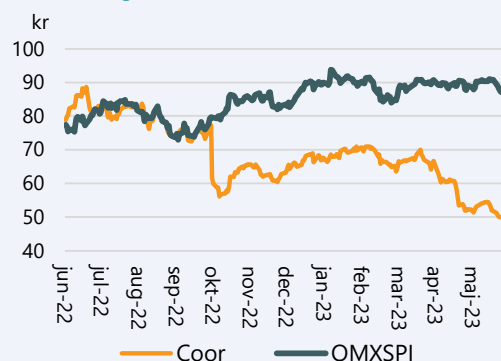
Uppdatering

Datum 26 juni 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Tjänster
Styrelseordförande Mats Granryd
Vd AnnaCarin Grandin
Noteringsår 2015
Listning Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker COOR
Aktiekurs 50 kr
Antal aktier, milj. 95,8
Börsvärde, mkr 4 790
Nettoskuld, mkr 1 598
Företagsvärde (EV), mkr 6 388
Webbplats www.coor.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	11 789	12 110	12 550	13 300
Just.ebita*	634	645	670	720
Rörelseres. (ebit)	408	475	535	605
Resultat f. skatt	336	375	435	505
Nettoreultat	257	285	339	394
Just. Nettoreultat**	414	420	439	474
Just. vinst per aktie	4,3 kr	4,4 kr	4,6 kr	4,9 kr
Utd. per aktie	4,8 kr	4,8 kr	4,8 kr	4,8 kr
Omsättningstillväxt	16,7%	2,7%	3,6%	6,0%
Just.ebita-marg.	5,4%	5,3%	5,3%	5,4%
Rörelsemarginal	3,5%	3,9%	4,3%	4,5%
Nettoskuld/just.ebitda	1,9	1,9	1,8	1,7
P/e-tal (just)	11,6	11,4	10,9	10,1
P/e-tal	18,6	16,8	14,1	12,2
EV/just.ebita	10,1	9,9	9,5	8,9
EV/ebit	15,7	13,4	11,9	10,6
EV/omsättning	0,5	0,5	0,5	0,5
Direktavkastning	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Stark position på attraktiv marknad

Kärnan i Coors attraktivitet ligger i fokuset på integrerade fastighets-tjänster (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 konkurrens-tryck och lojalare kunder. Marknadssegmentet uppvisar dessutom en högre tillväxttakt än FM-marknaden som helhet och den nordiska IFM-marknaden domineras av ett fåtal aktörer där Coor är marknadsledare med ~40% marknadsandel.

Stabila vinstökningar & fina kassaflöden

På kort sikt kan tillväxttakten variera kraftigt, främst beroende på timing för större förvärv respektive utrullning av större kontrakt. När tillväxten sedan ökar brukar marginalen initialt 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-resultat ökat stabilt med en genomsnittlig årlig ökning på över 8% (se diagram). Den relativt konjunkturokänsliga affären, där abonnemangsinräkningen står för cirka 75% av intäkterna, är dessutom kapitallätt med starka kassaflöden. Det möjliggör för generösa utdelningar.

Stor tillväxt- & lönsamhetspotential i Norden

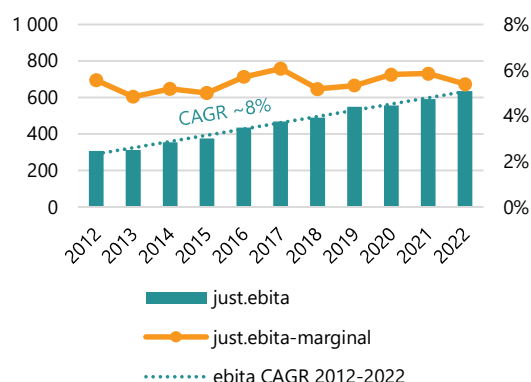
Bolagets finansiella mål är att över tid ligga på en justerad ebita-marginal om 5,5%. Men på den svenska marknaden, vilket framstår som Coors mest mogna segment når bolaget närmare 10%. I takt med att volymerna ökar på övriga marknader i Norden finns i våra ögon en uppdämd långsiktig marginalpotential (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.

Förvärv till låga multiplar & generösa utdelningar

Coor har en framgångsrik förvärvsstrategi där bolaget oftast förvärvat bolag inriktat på en FM-tjänst, exempelvis lokalvård. Förvärvsmultiplern är typiskt sett väsentligt lägre än Coors, vilket gör att bolaget kan dra nytta av det så kallade multipelarbiterat. Typiskt sett faller multiplern dessutom ytterligare när synergier utvunnits. Efter en förvärvspaus under det pandemipåverkade 2020 bjöd 2021 på en rekordhög förvärvstakt. Summerat har Coor de senaste fyra åren förvärvat en omsättningstillväxt på cirka 5–6% per år. Kortsiktigt finns dessutom ett stort förvärvsutrymme givet en nettoskuld/ebitda på cirka 1,9x, vilket skall ställas mot målsättningen att ligga under 3,0. Den stabila och lönsamma verksamheten kombinerat med en hög kassagenerering runt 90% 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 ha en hög och växande utdelning.

Historiskt stabil verksamhet

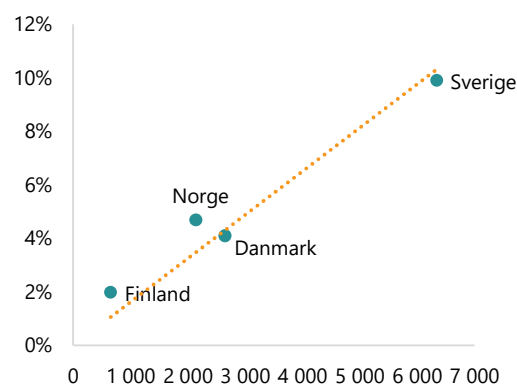
Justerat ebita-resultat (stapel, vänster), justerad ebita-marginal (linje, höger) 2012–2022.



Källa: Bolag, Analysguiden

Marginalpotential i Norden

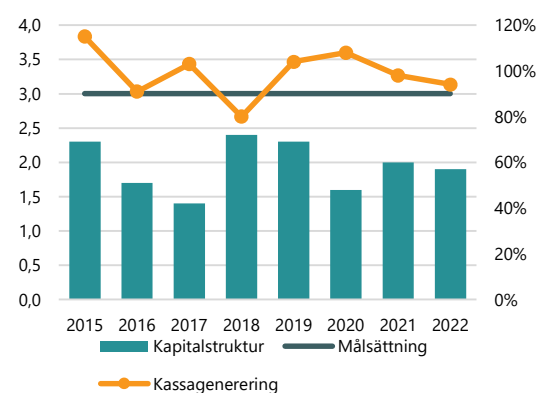
Omsättning per land (Mkr) & rörelsemarginal, 2022.



Källa: Bolaget, Analysguiden

Nettoskuld under målsättningen

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



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Not *definierat som nettoskuld dividerat på justerad ebitda
Not **definieras som kvoten av ett förenklat operativt kassaflöde och justerat EBITDA

Verksamhet & historik

Coor är en ledande nordisk leverantör av Integrerade Facility Management (IFM)-tjänster. Bolaget tar hand om faciliteter genom att tillhandahålla ett brett utbud av tjänster, som inkluderar allt från catering och lokalvård till säkerhetstjänster och fastighetservice. Tjänsteerbjudandet innehåller över 100 olika FM-tjänster antingen som en paketlösning i form av ett IFM-kontrakt, eller som enstaka eller kombinerade tjänster. Visionen är att vara den ledande nordiska leverantören av FM-tjänster.

Internationell expansion, namnbyte & förvärvsresa

Coor grundades 1998 som Skanska Services, ett dotterbolag till byggkoncernen Skanska. De första åren ägnades åt att utveckla serviceutbudet och år 2000 säkrade bolaget sina första större kunder i form av Ericsson och Skanska. Därefter har bolaget vuxit inom både den privata och den offentliga sektorn.

2001 inleddes en internationell expansion med ett kliv in på den danska marknaden, följt av Finland 2002. Två år senare fullbordades den nordiska expansionen då den norska marknaden intogs.

2004 förvärvades bolaget av riskkapitalbolaget 3i och ett år senare skedde namnbytet till Coor Service Management. 2007 förvärvades bolaget av ytterligare ett riskkapitalbolag, Cinven Funds, vilket blev startskottet för en förvärvsresa.

2015 togs klivet in på börsen och i samband med noteringen renodlade Coor verksamheten genom att avyttra industriserviceenheten för att fokusera på facility management. Enheten såldes till dåvarande huvudägaren Cinven Limtied för 210 mkr.

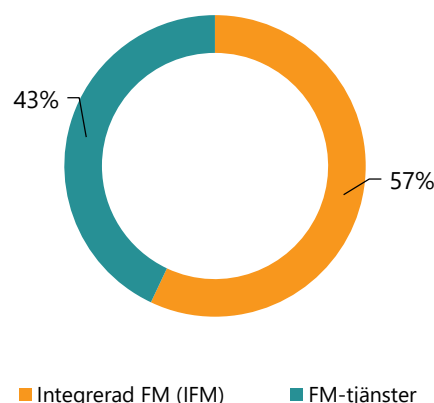
Sedan 2015 har Coor vuxit omsättningen med 7% i genomsnitt per år till ~11,8 miljarder kronor år 2022. Antalet anställda överstiger 10 000 och bolaget har verksamhet i Sverige, Danmark, Norge och Finland. Kundlistan är imponerande och inkluderar såväl stora som små bolag inom både den privata och offentliga sektorn. Bland kundlistan hittar vi bolag som ABB, Aibel, ICA, NCC, danska polisen, Åklagarmyndigheten, Saab, Sandvik, SAS, Telia Company, Vasakronan och Volvo Cars.

Marknadsledare med stort fokus på hållbarhet

Idag är Coor en ledande aktör på den nordiska marknaden för facility management med ett stort fokus på hållbarhet. Med ökade miljökrav har hållbarhet blivit en viktig del av FM-marknaden, med fokus på energi- och materialanvändning, vatten- och avfallshantering samt inomhusekologi. Med initiativ som employer branding-konceptet "Du är skillnaden" samt bolagets nolltolerans mot arbetsrelaterade skador arbetar Coor för att vara en attraktiv arbetsgivare. Dessutom har Coor fått sina klimatmål validerade av Science Based Target-initiativet (SBTi) samt åter tilldelats guld i EcoVadis internationella ranking. Det innebär att Coor tillhör de tre procent av globala bolag som är bäst vad gäller ett strukturerat och proaktivt hållbarhetsarbete med tydliga riktlinjer och konkreta åtgärder samt en betydande hållbarhetsrapportering. Hållbarhetsarbetet är ett viktigt initiativ för Coor som säkerställer att bolaget är ett långsiktigt konkurrenskraftigt bolag inom IFM-marknaden.

IFM - en majoritet av intjäningen

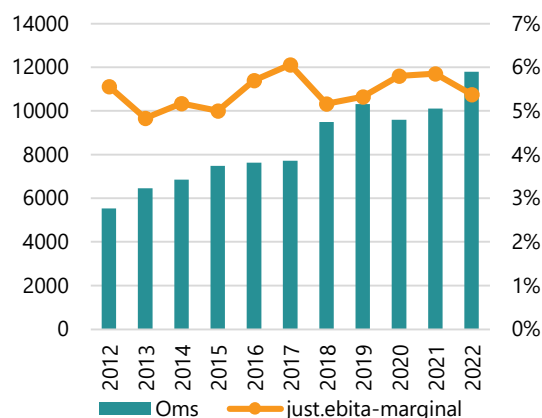
Omsättningsandel per affärsområde, 2022



Källa: Bolaget

Solid historik med lönsam tillväxt

Omsättning, MKR (vänster) & rörelsemarginal (höger)



Källa: Borsdata

Värdeskapare med hållbart fokus



Källa: Bolaget

Ägare och ledning

På ledande befattningsposition finner vi AnnaCarin Grandin som vd. Grandin har mer än 20 års erfarenhet från Coor och har tidigare arbetat som vd för den svenska och norska verksamheten. Sedan 2020 har Grandin befäst VD-posten för hela koncernen. Under 2022 tillträdde Andreas Engdahl som CFO och IR-direktör. Engdahl var tidigare tillförordnad CFO och IR-direktör då Klas Elmberg lämnade rollen för ett nytt arbete utanför servicebolaget. Engdahl har varit aktiv inom bolaget sedan 2003, närmast som VP Group Finance. Inom bolagsledningen finns kompetenser inom bland annat juridik och affärsutveckling samt mångåriga erfarenheter från ledarpositioner i Sverige, Norge, Danmark och Finland.

Bolagets styrelseordförande, Mats Granryd, har suttit på ordförande-posten sedan 2017. Tidigare har Granryd arbetat som VD på tele2 samt flertalet ledande befattningar inom Ericsson. Utöver Granryd har Coors övriga styrelsemedlemmar erfarenheter från högre uppsatta positioner inom bland annat Carnegie, Investor, DNB och WSP Europe.

I ägarledet återfinns starka ägare i form av fonder, pensionsstiftelser och kapitalförvaltare där de 10 största ägarna sammantaget äger ~50% av kapitalet. Enligt databasen Holdings, uppgår insynsägandet till 0,75% av kapitalet, vilket motsvarar ett sammanlagt ägande om ~50 mkr.

Stabil verksamhet vars aktie passar för byråådan

Coor har en lång och gedigen historik. Tillväxten har sedan noteringen 2015 taktat på med 7% i genomsnitt per år. Samtidigt har lönsamheten bibehållits på mycket stabila nivåer. Noterbart är att under perioder av hög tillväxt faller lönsamheten något, vilket sedan reverserats under perioder med vikande tillväxt och stigande lönsamhet. Det förklaras bland annat av att Coor har en stor flexibilitet i kostnadsmassan och förändringar i omsättning har begränsade effekter på rörelsemarginalen. Utöver det är affärsmodellen kapitallett och Coor har en mycket hög kassagenerering vilket borgar för en stark balansräkning och en hög utdelning som passar den långsiktiga investeraren. Särskilt under oroliga marknadsförhållanden.

Kompletterar organisk tillväxt med förvärv

Förvärv har historiskt varit och är fortsatt en viktig komponent i Coors tillväxtstrategi. Det är ett effektivt och lönsamt sätt för Coor att växa in i nya geografier. Genom historien har Coor genomfört strax över ett dussin förvärv som tillsammans har bidragit med över 4 mdkr i omsättning. Av den informationen Analysguiden tillskansat sig noterar vi att de förvärvade bolagen köpts till en genomsnittlig multipel på 7x ebita resultatet. Det kan jämföras med Coors historiska värdering vid 13x ebitda. Det vittnar om en värdeskapande förvärvsstrategi, vilket är särskilt värdefullt när marknadsutsikterna viker och prislapparna pressas. Coor har som finansiellt mål att nettoskulden ska understiga 3,0x justerad ebitda. Vid utgången av Q1 2023 uppgick nyckeltalet till ~1,9x, vilket innebär att Coor har ett förvärvsutrymme runt ~800mkr, efter förvärvet av Skaraborg Städ.

Största aktieägarna, %

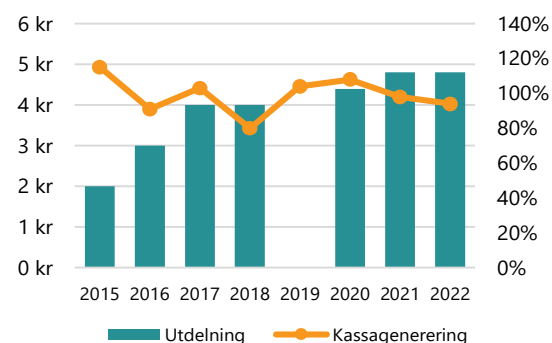
10 största aktieägarna i % av kapital, 2022.

Första AP-fonden	8,5%
Mawer Investment Management	6,7%
Nordea Fonder	5,6%
Didner & Gerge Fonder	5,5%
Taiga Fund Management AS	4,4%
Andra AP-fonden	4,4%
SEB-stiftelsen	4,2%
Swedbank Robur Fonder	3,9%
SEB Fonder	3,4%
ODIN Fonder	2,0%
Summa 10 största ägare	49%

Källa: Holdings

Högutdelande kassaflödesmaskin

Utdelning per aktie, kr (vänster, stapel) & kassagenerering, % (höger, linje)



Källa: Bolaget

* 2019 drogs utdelning in pga pandemiår

Värdeskapande förvärvsstrategi

Data över historiska förvärv

År	Bolagsnamn	Årlig oms. (Mkr SEK)	Köpeskilling	Förvärvs-multipel
2005	Celero			
2009	Vasakronan			
2011	LujaPalvelut			
2012	Addici	Ca 1000	335 MSEK	
2018	OBOS Eiendomsdrift	Ca 70	47 MNOK	6x EBITA
2018	Elite Miljø A/S	Ca 700	220 MDKK	11x EBITA
2018	West Facility	Ca 140	95 MNOK	9x EBITA
2019	Norrlands Miljövärd	Ca 250	185 MSEK	8x EBITA
2021	R&K Service	Ca 80	65 MSEK	7x EBITA
2021	Veolia	Ca 500	180 MSEK	0,4x OMS
2021	Inspira	Ca 700	380 MSEK	8x EBITA
2022	Centrumstäd	Ca 50	32 MSEK	5x EBITA
2023	Skaraborg Städ	Ca 400	250 MSEK	7x EBITA

Källa: Bolaget

Marknad & Konkurrens

IFM utgör fortfarande en liten del av totalmarknaden

Facility Management innebär hantering, underhåll och utveckling av nödvändiga tjänster för att en byggnad eller arbetsplats ska fungera. Det inkluderar "hårda" tjänster som bland annat fastighetsförvaltning, säkerhet och energioptimering, och "mjuka" tjänster såsom städning, bemanning och hantering av post. FM-tjänster kan antingen hanteras internt (in-house) eller outsourcas till tredje part. Det finns flera anledningar till att FM-tjänster outsourcas men främst handlar det om att fokusera på kärnverksamheten, förbättra kvaliteten och minska kostnaderna.

Initialt omfattade outsourcing av FM-tjänster enstaka tjänster där kunden hade flera olika leverantörer för städ-, säkerhets- & enklare bemanningstjänster. Men i takt med att marknaden har mognat erbjuds kombinerade tjänster i allt högre grad. Det i sin tur har minskat antalet leverantörer vilket förbättrar effektiviteten både vad gäller upphandling och utförande. I takt med att styrningen av tjänsterna samordnades skapade ett nytt FM-segment; Integrerad Facility Management (IFM), där tjänsterna paketeras som en helhetslösning där en kontaktpunkt ansvarar för hela affären. Tjänsterna utförs därefter som egenlevererade tjänster eller av en underleverantör.

IFM – effektiviserar fastighets- & kontsunderhåll

Genom att paketera olika tjänster inom fastighets- & kontsunderhåll kan det administrativa arbetet effektiviseras, kostnader minimeras och produktiveten förbättras. Coor tillhandahåller fastighetsförvaltning, städtjänster, mat- och dryckestjänster, säkerhetstjänster och bemanning samt arbetsplatstjänster. Ju fler tjänster som samordnas, desto smartare och mer värdefull blir lösningen. Genom att anlita en heltäckande aktör skapas ett överskådligt och lättmanövrerat flöde där exempelvis receptionister kan täcka upp för varustransportpersonal under lunchpauser och städpersonal kan fylla på kaffemaskinen. Det i sin tur skapar en effektiv affär som är lönsam för såväl Coor som deras kunder.

IFM utgör fortfarande en relativt liten del av den totala FM-marknaden, men tillväxten är god och andelen IFM-kontrakt ökar stadigt. Tillväxten drivs främst genom de effektivitets- och kostnadsfördelar som tillkommer genom att använda sig av en tjänsteleverantör för alla FM-behov. Det handlar främst om större företag med omfattande kontorsytor som söker heltäckande IFM-kontrakt, eftersom det är dessa aktörer som drar mest nytta av erbjudandet.

IFM-segmentet har haft den starkaste tillväxttakten

Enligt analysfirman Mordor Intelligence uppgick den globala marknaden för FM-tjänster till ~12,000 mdkr under 2021, där Asien utgör den enskilt största marknaden. Framåt förväntas marknaden växa med omkring ~5% per år fram till 2028, drivet av Asien och Stilla-havsområdet. Det är dock Norden som utgör Coors kärnmarknad som enligt bolaget själva värderas till omkring 400 mdkr, varav ~50% av tjänsterna är outsourcade.

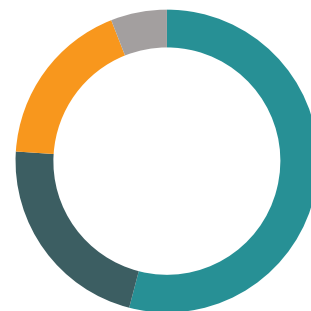
Brett spann av arbetsuppgifter

Tjänstekategorier	Exempel på tjänster
Hard FM Fastighetstjänster	Underhåll av byggnader, energioptimering & utryckningstjänster
Soft FM Lokalvård	Städtjänster
Catering	Drift av restaurang, underhåll av kaffe- & varuautomat
Säkerhet	Bemanning, bevakning & entrésystem
Övrigt	Kontorsservice, arbetsmiljö, avfallshantering & konsulttjänster

Källa: Bolaget

Norden utgör kärnmarknaden

Andelen verksamhet i respektive land, 2022

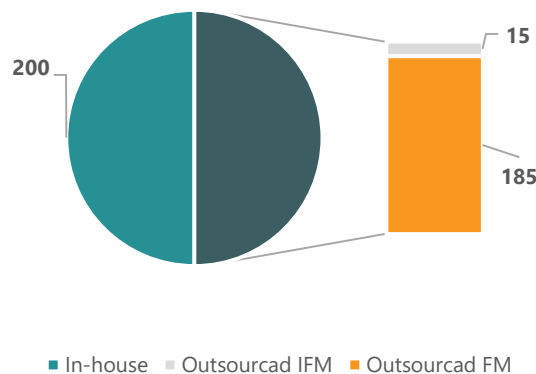


■ Sverige ■ Danmark ■ Norge ■ Finland

Källa: Bolaget

Nordisk FM-marknad ~400 mdkr

Storlek för respektive marknadssegment, mdkr



■ In-house ■ Outsourcad IFM ■ Outsourcad FM

Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Historiskt har den nordiska FM-marknaden årligen vuxit med omkring 2,5% mellan 2012–2017. Sett till total outsourcing av FM-tjänster framstår Norden som välutvecklad marknad där 50–60% av alla FM-tjänster outsourcas. Det kan ställas i relation till Nedländerna och Storbritannien där över 60% av alla FM-tjänster outsourcas, vilket är det mest utvecklade marknaderna i Europa. IFM-segmentet har dock haft något starkare framfart. I Norden uppskattas segmentet ha vuxit med i genomsnitt 6% per år under perioden 2012–2017, vilket huvudsakligen har drivits av att större leverantörer som Coor och ISS har lockat kunder med sitt breda tjänsteerbjudande.

Framfarten fick sig dock en törn i samband med covid-19 pandemin. Nedstängda kontor medförde ett minskat behov av fastighets- och kontorsunderhåll. Men i takt med restriktionerna lättade och personal återvände till kontoren har ökade hygienkrav varit en viktig faktor för marknadens återgång till tillväxt. Dessutom har en hög inflation samt stigande energipriser satt en effektiv energihantering och kostnadsoptimering högt upp på agendan för de större företagen vilket gynnar helhetsleverantörerna inom FM-marknaden.

Ingen extrem marknadstillväxt att vänta

Tittar vi framåt och tar hjälp av externa analyshus som Mordor Intelligence, noterar vi att tillväxtutsikterna inom den nordiska FM-marknaden är låg. I genomsnitt förväntas marknaderna i Norden växa mellan 1,5–2,5% per år fram till 2027. Även om IFM-segmentet har haft en starkare historisk tillväxt har vi svårt att se tillväxttakten överstiga 5% per år. Konkurrensen är dessutom tuff med en blandning av lokala nischaktörer och internationella giganter, vilket sätter press på pris-sättningen och marginalerna därefter. Den fragmenterade marknaden skapar dock konsolideringsmöjligheter för aktörer med gott finansiellt svängrum. Således är det ingen kraftig marknadstillväxt som aktörerna får åtnjuta, och för att möjliggöra för högre tillväxt behöver Coor antingen vinna marknadsandelar eller hålla i taktpinnen för en marknadskonsolidering.

Outsourcad FM - en fragmenterad marknad

Den nordiska FM-marknaden framstår som fragmenterad där de tio största leverantörerna utgör närmare 30% av den outsourcade marknaden. Coor har idag en marknadsandel runt ~3% av den nordiska outsourcade FM-marknaden, och ~40% inom det nordiska IFM-segmentet. Det gör Coor till en ledande nordisk aktör och tillsammans med ISS och Sodexo kontrolleras över 80% av marknaden.

Ur ett bredare perspektiv består konkurrensen av både IFM-aktörer och företag som fokuserar på enstaka tjänster. Vanligtvis är konkurrenterna särskilt starka inom en specifik kategori, men erbjuder begränsade tjänster inom andra kategorier. I tabellen intill listas ett urval av tjänsteföretag som tillhandahåller FM-tjänster. Många av aktörerna har en global närvaro och är specialiserade inom vissa regioner och kategorier inom FM, däribland catering, säkerhetstjänster och ventilation. Lassila & Tikanoja, Sodexo och ISS är de aktörerna där Norden omfattar en betydande del av verksamheten. ISS är den aktör där tjänsteerbjudandet främst liknar Coors.

Globala jättar på FM-marknaden

Bolag	Börsvärde, Mkr	Land
Compass Group	463 658	Storbrit.
Johnson Controls	362 336	USA
Cbre	217 395	USA
Sodexo	162 525	Frankrike
ISS	39 240	Danmark
Bravida	24 733	Sverige
MITIE Group	14 287	Storbrit.
Caverion	13 002	Finland
GDI Integrated F.M	4 982	Kanada
Lassila & Tikanoja	4 362	Finland
Coor	6 467	Sverige

Källa: Borsdata

Konkurrensfördelar

Coor tillgodoser ~40% av marknaden för komplexa IFM-leveranser i Norden. Bolaget har en gynnsam marknadsposition med ett brett utbud och högt anseende inom servicekvalitet. Det senare, i kombination med attraktiv prissättning, är viktiga faktorer som potentiella kunder utvärderar.

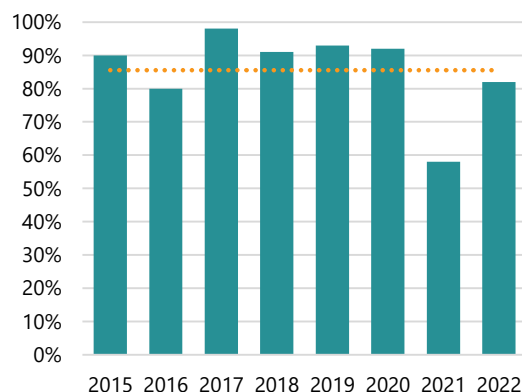
Jämfört med FM-marknaden utmärks IFM-segmentet av hög kundlojalitet. Det är sällsynt att kunder byter från IFM-kontrakt till FM-tjänster, givet de kostnads- och effektivitetsförbättringarna som IFM erbjuder. Genom att addera flera tjänster är det dessutom svårare att byta mellan olika IFM-leverantörer. Högt anseende bland kunderna, storlek och geografisk närvaro är viktiga faktorer för att bedriva en lönsam IFM-affär. Det i sin tur skapar höga inträdesbarriärer. Till skillnad från komplexa IFM-leveranser kan enstaka tjänster, till exempel allmän lokalvård, tillhandahållas med mycket begränsade resurser, vilket skapar låga instegströsklar för konkurrens. Därmed är det rimligt att anta att marknaden för enstaka tjänster fortsatt kommer vara konkurrensutsatt och omfattas av mindre aktörer. På den nordiska marknaden finns det bara ett fåtal leverantörer med tillräckliga resurser för att tillgodose fullständiga IFM-tjänster.

Coor har en gynnsam marknadsposition och bolagets track-record av att behålla kunder stärker varumärket och minskar uppstartskostnader som associeras med nya stora kontrakt. 2022 uppgick omförhandlingsgraden (andelen kontrakt som förnyas) till 82%, och sedan börsnoteringen 2015 uppgår andelen förnyade kontrakt till nästan 90%, justerat för 2021 då upphandlingsgraden endast uppgick till 58% på grund av förlusterna av Equinors kontorssiter samt Volvo AB.

Historiskt har Coor haft en mycket god förnyelsegrad av kontrakt, vilket talar för ett konkurrenskraftigt tjänsteerbjudande. Mot bakgrund av en etablerad IFM-plattform kombinerat med en växande nordisk IFM-marknad som karaktäriseras av låg marknadspenetrationsgrad, bedömer Analysguiden att Coor har goda tillväxtnöjligheter framåt.

Lojala kunder stärker lönsamheten

Andelen förnyade kontrakt 2015–2022 (stapel), genomsnitt 2015–2022 (linje).



Källa: Bolaget

Finansiella mål sätter tonen

Sedan börsnoteringen 2015 har Coor haft samma finansiella mål.

Mål inom affärsmässig hållbarhet

Organisk tillväxt	4-5%
Justerad EBITA-marginal	5,50%
Kassagenerering	>90%
Kapitalstruktur	<3,0x

Källa: Bolaget, Analysguiden

Prognoser & Värdering

Flera faktorer ligger till grund för stabil verksamhet

Coor har en stark finansiell historik. Sedan noteringen har omsättningen vuxit som på räls med 7% i genomsnitt per år, och det med mycket stabila marginaler. Analysguiden bedömer att det finns flertalet faktorer bakom den robusta utvecklingen.

Den kontinuerligt höga förnyelsegraden gör att stora delar av bolagets omsättning nästan kan ses som återkommande. Det ger även stöd åt lönsamheten då nya kontrakt dras med uppstartskostnader och ett stort fokus på kvalitet och noggrannhet föreligger. Övertid effektiviseras arbetet, rutiner fastställs och lönsamheten tilltar. Analysguiden ser den höga förnyelsegraden som positiv och anser att det är en kvalitetsstämpel som möjliggör för stabilare intäkter och högre marginaler. Dessutom har Coor ett stort fokus på en hög affärsdensitet och målsättningen är att, i så stor utsträckning som möjligt, buda på kontrakt inom geografier med redan befintlig affärsverksamhet.

Historiken talar dessutom för att tider av lägre tillväxt förknippas med starkt lönsamhet. Analysguiden ser främst två anledningar till företeelsen. Dels en kapitallätt modell där stora delar av kostnadsmassan kan skalas av när bolaget möter en lägre efterfrågan, dels att Coor kan fokusera på att effektivisera befintliga kontrakt snarare än att starta upp nya kontrakt och/eller integrera förvärv.

I tider av kostnadsinflation där marginaler riskerar att pressas är det dessutom betryggande att lejondelen av kontrakten indexerar mot arbetskraftsindex. Under 2022 kunde 59% av bolagets kostnader hänföras till egen personal och i tider av omförhandling av löner är det en klar fördel att Coor sannolikt kan föra över kostnaderna på kunderna. Det i sin tur ger stöd åt såväl omsättningen som marginaler.

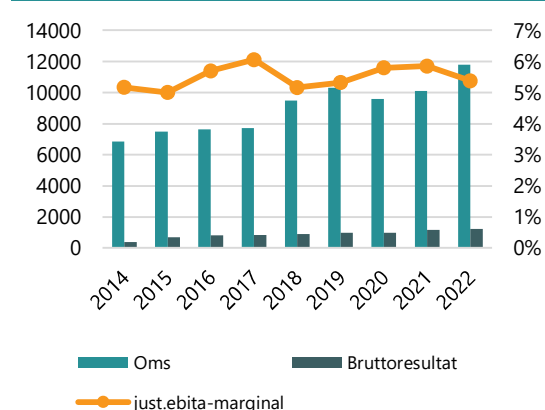
Slutligen har Coor till mångt och mycket en återkommande kundbas bestående av stora aktörer inklusive Equinor, den danska polisen och SAS. Kontrakten har en lång löptid, ofta tre till fem år och bland de större kontrakten är omförhandlingsdatumerna utspridda. Som tidigare benämnt är det ovanligt att kunder säger upp avtalet eller byter IFM-leverantör. Det i sin tur skapar effektiviseringsmöjligheter för Coor men framför allt borgar det för en kontinuerligt hög omförhandlingsgrad av kontrakt.

Balansräkning skapar stabilitet & handlingsutrymme

Coors verksamhet består av personal som utför olika tjänster. Investeringsbehoven är alltså låga och dessutom är affären upplagd så att kunderna betalar innan tjänsten utförs. Det har möjliggjort för Coor att bedriva verksamheten med negativ kapitalbindning, vilket i kombination med den kapitallätta affärsmodellen skapar en hög kassagenerering. 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 ha en hög och växande utdelning.

Historiskt stabil verksamhet

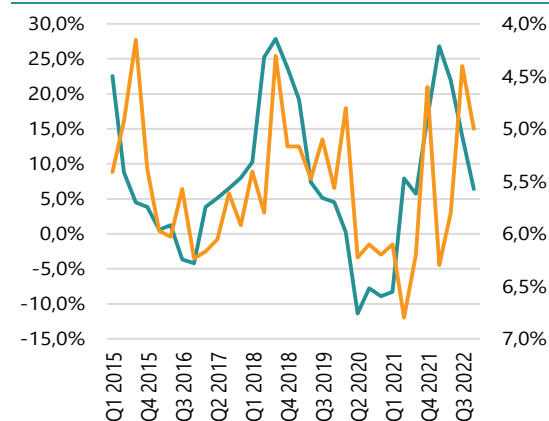
Omsättning & bruttoreultat (stapel, vänster), justerad ebita-marginal (linje, höger).



Källa: Bolaget

Starkt lönsamhet när tillväxten viker

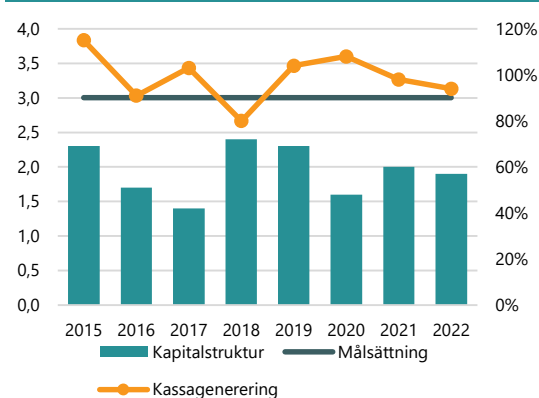
Tillväxttakt (grön, vänster) & just. ebita-marg (orange, höger)



Källa: Bolaget, Analysguiden

Nettoskuld under målsättningen

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



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Not *definierat som nettoskuld dividerat på justerad ebitda
Not **definieras som kvoten av ett förenklat operativt kassaflöde och justerat EBITDA

FM-marknaden är historiskt stabil men...

Hur bedömer vi utsikterna för Coor då? Av allt att döma är bolaget en robust kassaflödesmaskin med stor del återkommande intäkter och ett gott handlingsutrymme. Låter väl inte så pjåkigt? Dock står vi nu inför en tuffare makroekonomisk situation, vilket kan komma att påverka bolagets utveckling i den negativa riktningen. Coor är beroende av efterfrågan på outsourcing av FM-tjänster, vilket kan påverkas under tider präglad av ekonomiska begränsningar.

Historiskt har perioder av ekonomisk motgång haft en negativ påverkan på kundernas betalningsvilja samt på efterfrågan på vissa av Coors tjänster, vilket satt press på omsättning och lönsamhet. Dessutom kan kunderna ställas inför budgetnedskärningar vilket medför att kunderna kan behöva skala ner på sina FM-åtaganden. Historiskt har dock FM-marknaden påverkats mindre än ekonomin i stort. Initialt kapas många rörliga kostnader bland kunderna, däribland icke-kritiska tjänster, såsom lokalvård och catering. På längre sikt kan det dock till viss del motverkas av en ökad outsourcingpenetration som uppstår när kunderna genomlyser kostnaderna och försöker minska personalstyrkan för att uppnå kostnadsbesparingar.

... svag konjunktur kan innebära minskade volymer

Den svagare konjunkturen lär initialt innebära minskade rörliga volymer hos kunderna under 2023 och enstaka kontrakt kan antingen förloras eller minskas i storlek. Viktigt att ha med sig är dock att Coor varit duktiga på att hantera kostnaderna vid förlorade kontrakt. Det handlar till stor del om minskade inköp och uppsagd personal, vilket gör att kundförluster sällan ger dramatiska effekter på lönsamheten.

På kontraktssidan såg dock nettot under 2022 trist ut med -294 mkr jämfört med +344 mkr 2021. Förlusten härrör främst till det förlorade Volvo-kontraktet, värt ~400 mkr, som inte heller var något särskilt lönsamt kontrakt. Under 2022 vann Coor dessutom många mindre och mellanstora kontrakt. Över tid är det positivt, eftersom det innebär en mer diversifierad kundportfölj och Coor blir mindre beroende av få stora kunder. I det korta perspektivet väntar ett par svåra kvartal med hyggligt tuffa jämförelsetal, särskilt efter förlusten av kontraktet med Ericsson.

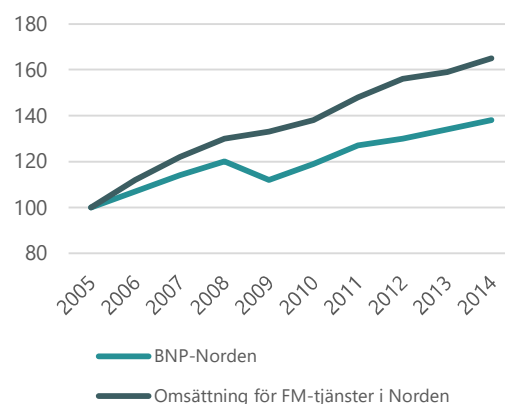
Kan danska marknaden ta fart från 2024?

Efter sommaren väntas besked kring Byggnadsstyrelsens stora outsourcing, värd ~450 mkr per år. Coor konkurrerar med den danska leverantören ISS, som vann den första av tre upphandlingar. Coor i sin tur stod som segrare för etapp två och inför den tredje upphandlingen är vår bedömning att Coor har goda möjligheter att vinna.

Coors befintliga kontrakt med Byggnadsstyrelsen startades under våren 2022 och har tyngt lönsamheten under uppstartsfasen. Likt andra stora avtal bör dock lönsamheten successivt tillta framåt. Avtalet med danska polisen ger även Coor en bred geografisk spridning i Danmark, vilket är viktigt för lönsam tillväxt för en IFM-aktör. Vi förväntar oss att lönsamheten på den danska marknaden successivt kommer tillta. Vinner Coor den tredje och sista upphandlingen kan det dock dämpa lönsamheten initialt. Densitet och volym är viktiga faktorer för lönsamhet och med rådande kontrakt ser den danska marknaden mycket intressant ut kommande år.

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

Förlorat Ericsson-kontrakt sätter kortsiktig press

Coor-aktien handlas till ~51 kronor efter att kursen fallit över 20% sedan årsskiftet, dels drivet av att Ericsson valde att inte förlänga sitt kontrakt med servicebolaget. Det är ett tungt avbräck eftersom Ericsson inte bara är bolagets äldsta kund utan dessutom en av de största kunderna och stod för ~4% av den totala omsättningen. Det är inte särskilt förvånande att marknaden handlar ned aktien på nyheten och Analysguiden har tidigare lyft att Coor dras med ett visst kundberoende där somliga kunder ensamt står för 4–5% av koncernens omsättning. Coor har dock en mycket imponerande och stabil historik. Det är inte första gången Coor drabbas av ett större kundtapp men trots det har Coor sedan börsnoteringen 2015 levererat lönsam tillväxt varje år, bortsett från pandemiåret 2020.

Det avslutade kontraktet innebär att ~500 miljoner i årlig försäljning går förlorad och eftersom kontraktet avslutas redan den 31 augusti påverkas helåret 2023 med ett omsättningstapp på ~170 mkr. Vid utgången av räkenskapsåret 2022 uppgick omsättningen till ~11,8 mdkr och Analysguiden uppskattar att tillväxten för 2023 kommer ligga runt 2,5%, enbart drivet av förvärvet av Skaraborg Städ. Givet mognadsgraden på kontraktet uppskattar vi dessutom att det var mycket lönsamt, varpå ebita-resultatet förväntas minska med 20 mkr samt 60 mkr för 2023 respektive 2024. För 2023 och 2024 handlas Coor-aktien till ett p/e-tal på 17x respektive 14x på våra prognoser.

Historik i toppskick motiverar premiumvärdering

Om vi därefter fäster prognoserna kring bolagets uttalade finansiella mål, vilket vi bedömer är en fullt rimlig utveckling för Coor kommande åren, noterar vi att p/e-talet faller till 13–11x den förväntade vinsten 2025–2027. Det justerade p/e-talet faller i sin tur till 10–9x för samma period. Det är en bra bit under den historiska snittvärderingen för jämförbara bolag som ligger runt 20x vinsten. De senaste fem åren har Coor dessutom handlats till en premiumvärdering som i genomsnitt legat kring 30x vinsten. Det är högt och vi förväntar oss inte att vinstmultipeln ska tillbaka till det historiska genomsnittet.

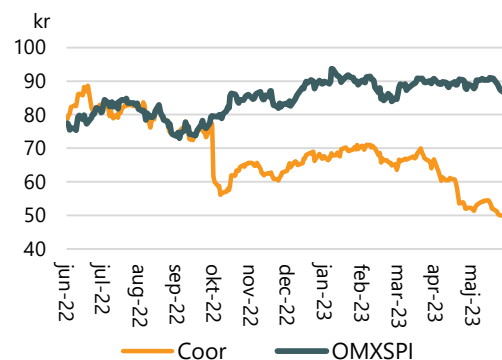
Framåtblickande handlas jämförbara bolag i stället till en snittvärdering på 15x vinsten. På våra prognoser handlas Coor till 18x 2023 års förväntade vinst, vilket placerar bolaget högst upp bland aktörerna i vår jämförelsegrupp. Att Coor ska ligga i toppen av listan ter sig inte helt omotiverat givet den mycket fina historiken.

På medellångsikt finns potential för överavkastning

Trots aktiekursens senaste nedstall framstår inte värderingen som låg och dagens värdering lämnar lite utrymme för kurstillväxt 12 månader framåt. Investeraren bör således ha en längre horisont om 3–5 år. Ett p/e-tal på 18x den förväntade vinsten mellan 2025 och 2027, härleder ett motiverat värde mellan 75–85 kronor. Diskonterat med ett avkastningskrav mellan 8–12% landar vi i dagens kursnivåer. Avkastningskravet motsvarar en historisk avkastning för vad en indexinvestering på sikt kan förväntas generera. På medellång sikt framstår värderingen hyfsat motiverad och Coor är prissatt att leverera i linje med sina finansiella mål. Investeraren erhåller en avkastning på 8–12% per år samt en direktavkastning som historiskt har legat mellan 5–7%. Sammantaget ger det en potentiell avkastning som överstiger börsens historiska dito.

Kursutveckling senaste året

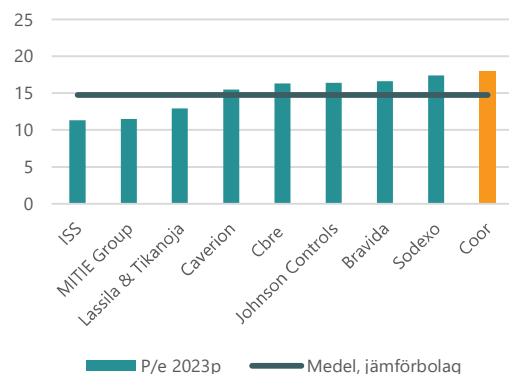
Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Handlas i linje med historiskt snitt

Historiska p/e tal bland ett urval av jämförbara bolag (grön, stapel), samt medelvärde (mörkgrön, linje)



Källa: Borsdata

Prognoser & nyckeltal

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	11 789	12 110	12 550	13 300
Just.ebita*	634	645	670	720
Rörelseres. (ebit)	408	475	535	605
Resultat f. skatt	336	375	435	505
Nettoresultat	257	285	339	394
Just. Nettoresultat**	414	420	439	474
Just. vinst per aktie	4,3 kr	4,4 kr	4,6 kr	4,9 kr
Utd. per aktie	4,8 kr	4,8 kr	4,8 kr	4,8 kr
Omsättningsstillväxt	16,7%	2,7%	3,6%	6,0%
Just.ebita-marg.	5,4%	5,3%	5,3%	5,4%
Rörelsemarginal	3,5%	3,9%	4,3%	4,5%
Nettoskuld/just.ebitda	1,9	1,9	1,8	1,7
P/e-tal (just)	11,6	11,4	10,9	10,1
P/e-tal	18,6	16,8	14,1	12,2
EV/just.ebita	10,1	9,9	9,5	8,9
EV/ebit	15,7	13,4	11,9	10,6
EV/omsättning	0,5	0,5	0,5	0,5
Direktavkastning	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%

Källa: Analysguidens prognoser

Det bygger dock på att marknaden framgent upprätthåller en premiumvärdering för stabiliteten i verksamheten. I annat fall, och marknaden bestämmer sig för att prissätta Coor i linje med de bolagen som värderas lägst bland vår jämförelsegrupp, runt p/e 13x, faller motiverat värde till ~40 kronor. Eller, om man så vill, så behövs ett avkastningskrav mellan 1–4% för att motivera dagens kursnivåer.

Ett sådant scenario kan materialiseras om Coor tappar ytterligare stora kontrakt och marknaden börjar tappa förtroende för bolaget ifall ledningen misslyckas med att kompensera med nyförsäljning. Dessutom kan förlorade intäkter, stigande räntekostnader och utbetald utdelning göra att balansräkningen ser svagare ut, vilket utgör ett motargument för rådande premiumvärdering.

Utdelning & förvärsutrymme gör aktien intressant

I dagsläget bedömer dock Analysguiden att det inte finns någon fog för osäkerheten. Inga stora kontrakt står inför omförhandling kommande 12 månader och även om skuldsättningen kommer öka något på grund av ovan nämnda anledningar har Coor en fortsatt hög kas-sagenerering som bidrar med att hålla nere skuldsättningen.

En riktkurs på 60 kronor indikerar att den förväntade vinsten mellan 2023-2025p värderas mellan 20-15x vilket förefaller rimligt. Det lämnar en kurspotential strax under 20% och med en bibehållen utdelning på 4,8 kronor per aktie ger det en direktavkastning på 8%.

Utnyttjar ledningen dessutom bolagets balansräkning, finns ytterligare potential. Vid utgången av Q1 2023 uppgick nettoskuld genom justerad ebitda till 1,9x, vilket understiger målsättningen om 3,0x. Givet en något stigande skuldsättning bedömer vi att Coor har ett förvärsutrymme runt ~ 800 mkr. Mot historiska multiplar kan Coor addera knappt ~1 500 mkr i omsättning innan målsättningen överskrids. Mot befintliga marginaler kan det addera runt 40 mkr på sista raden eller 0,4 kr per aktie.

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 de 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), AB Volvo under 2021 samt det senast förlorade kontraktet med Ericsson 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