

Stabilt tillväxtbolag med direktavkastning på 7%

Väntad marginalpress – lönsamhet nu normaliserad

Under fjärde kvartalet ökade Coors omsättning med drygt 6 procent till 3 088 miljoner kronor (2 901). Omsättningstillväxten drevs helt av förvärv och valuta, medan den organiska tillväxten var -1 procent. Det justerade ebita-resultatet minskade till 153 miljoner kronor (174), motsvarande en marginal på 5,0 procent (6,0). Sammantaget var siffrorna nära Analysguidens förväntningar med omsättningen knappt 2 procent över vår prognos och ebita-resultatet 4 procent över. Efter pandemiårens höga lönsamhet, med en ebita-marginal på 5,8–6,2 procent under 2020–2021, innebar 2022 en normalisering till mer normala nivåer vid 5,4 procent. Den kan jämföras med 5,2–5,3 procent 2018–2019 och Coors finansiella mål vid cirka 5,5 procent ebita-marginal.

Mellanår i sikte – men stark pipeline av nya affärer

Utsikterna för Coor är i det korta perspektivet blandade. En svagare konjunktur kan innebära viss press på rörliga volymer samt att kunder vill dra ner på omfattningen i sina avtal. Exempelvis har stor-kunden Ericsson aviserat ett stort sparpaket och avtalet med Coor står inför omförhandling i år. Mot det ska ställas att outsourcingen av FM-tjänster brukar öka i sämre tider när bolag ser över kostnaderna. I Danmark har Coor också chans att ta hem en ny storaffär i Byggningsstyrelsens tredje etapp, värd cirka 450 miljoner kronor per år, där bolaget är en av två kvarvarande aktörer tillsammans med danska ISS. Lägg därtill att Coor i tider av lägre tillväxt alltid varit duktiga på att öka effektiviteten och i förlängningen lönsamheten. Den låga skuldsättningen kontra bolagets finansiella mål ger också ledningen utrymme att fortsätta söka nya värdeadderande förvärv. På rapportkonferensen var också vd AnnaCarin Grandin tydlig med att bolaget aktivt söker nya förvärv, något som inte ligger i våra prognoser.

Lågt ställda förväntningar skapar bra läge i aktien

Coor-aktien har utvecklats starkt efter det kraftiga kursfallet i samband med Q3-rapporten i höstas – helt i linje med vår tes om att nedgången var en överreaktion. Givet de osäkra utsikterna för 2023 är Coor ingen given vinnare i det korta perspektivet, men den höga direktavkastningen på nära 7 procent, bolagets defensiva kvaliteter och den låga värderingen ger alla stöd till aktien. På nuvarande nivåer är aktien prissatt för ~3 procent årlig utdelningstillväxt framåt, vilket i våra ögon varken speglar Coors fina historik eller långsiktiga tillväxtpotential. I spåren av bokslutet har Analysguiden gjort mindre nedjusteringar i prognoserna. På ett års sikt tar Analysguiden sikte på 80 kronor, vilket motsvarar ev/ebita ~13 respektive p/e ~ 16 på våra prognoser för 2024.

Coor

Rapportkommentar – Q4 2022

Datum 21 februari 2023
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch	Tjänster
Styrelseordförande	Mats Granryd
Vd	AnnaCarin Grandin
Noteringsår	2015
Listning	Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker	COOR
Aktiekurs	70,30 kr
Antal aktier, milj.	95,81
Börsvärde, mkr	6 735
Nettoskuld, mkr*	1 328
Företagsvärde (EV), mkr	8 063
Webbplats	www.coor.com
*Exkl. leasing	

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	11 789	12 025	12 625	13 250
Just. ebita	634	650	690	735
Rörelseres. (ebit)	408	495	555	620
Resultat f. skatt	336	425	495	570
Nettoresultat	257	327	381	439
Just. nettoresultat	414	447	481	519
Just. vinst per aktie	4,32 kr	4,67 kr	5,02 kr	5,42 kr
Utd. per aktie	4,80 kr	4,80 kr	5,00 kr	5,20 kr
Omsättningstillväxt	16,7%	2,0%	5,0%	5,0%
Just. ebita-marg.	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%
Nettoskuld/ebitda	1,9	1,7	1,5	1,4
P/e-tal (just.)	16,2	15,0	13,9	12,9
EV/just. ebita	12,7	12,4	11,6	0,0
EV/ebit	19,7	16,2	14,5	0,0
EV/omsättning	0,68	0,67	0,64	0,00
Direktavkastning	6,9%	6,9%	7,1%	7,4%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Stark position på attraktiv marknad

Kärnan i Coors attraktivitet ligger i bolagets fokus på integrerade tjänster (IFM, integrated facility management,) riktat till i huvudsak storföretag och myndigheter. Denna affär stod under 2022 för 57 procent av omsättningen. IFM-upplägget skapar en betydligt större komplexitet i leveransen av annars enkla tjänster såsom städning, fastighetsdrift, vaktmästeri och personalmatsalar. Detta avspeglas i ett väsentligt lägre konkurrenstryck samt att IFM-marknaden i Norden domineras av endast tre aktörer med Coor som marknadsledare med cirka 40 procents marknadsandel.

Stabila vinstökningar och fina kassaflöden

På kort sikt kan Coors tillväxttakt variera kraftigt, främst beroende på timing för större förvärv respektive utrollning 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 cirka 7 procent (se diagram). Den relativt konjunkturokänsliga affären, där abonnemangsinträden står för cirka 75 procent av intäkterna, är dessutom kapitallätt med starka kassaflöden. Det möjliggör generösa utdelningar.

Stor tillväxt- och lönsamhetspotential i Norden

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). Inte minst i Danmark bör Coor ha goda möjligheter att lyfta lönsamheten under de närmaste åren i takt med att de kontrakt bolaget vunnit blivit mer mogna och lönsamma. Lågkonjunkturer brukar också leda till ökad outsourcing, vilket talar för att Coor möter en bra marknad efter en trolig lågkonjunktur under 2023.

Förvärv till låga multiplar och generösa utdelningar

Coor har en framgångsrik förvärvsstrategi där bolaget oftast förvärva ett bolag inriktat på en FM-tjänst, exempelvis lokalvård. Förvärvsmultipeln är typiskt sett väsentligt lägre än Coors, vilket gör att Coor kan dra nytta av det så kallade multipelarbiteraget. Typiskt sett faller multipeln dessutom ytterligare när synergier utvunnits. Efter en förvärvspaus under det pandemipåverkade 2020 bjöd 2021 på en rekordhög förvärvstakt. Summerat har Coor de senaste fem åren förvärvat en omsättningstillväxt på cirka 4–5 procent per år. Kortsiktigt finns dessutom fortsatt ett betydande förvärvsutrymme givet en nettoskuld/ebitda på 1,9, vilket skall ställas mot målsättningen att ligga under 3,0. Uteblir förvärven finns i stället gott om utrymme till generösa utdelningar till aktieägarna, något som blivit ett av Coors adelsmärken sedan börsintroduktionen (se diagram).

Börsens mest stabila vinststillväxt?

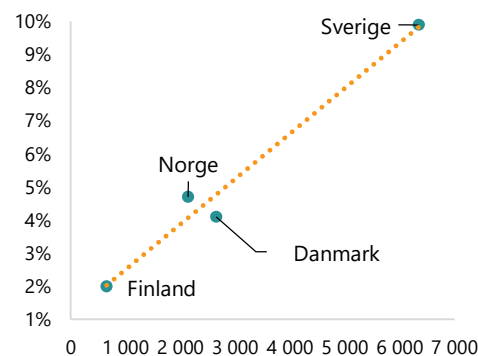
Justerat ebita-resultat (Mkr) 2012–2025P



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)
Not: Grå linje är exp. trend (~7% per år)

Marginalpotential i övriga Norden

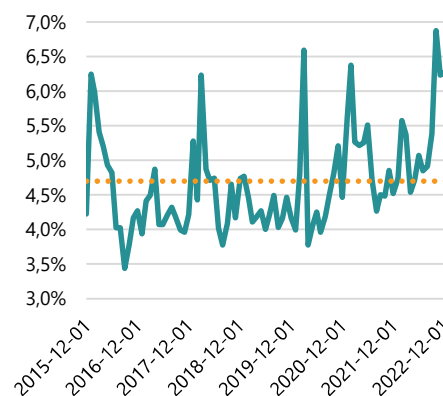
Omsättning per land (Mkr) & just. ebita-marg. 2022



Källa: Bolaget, Analysguiden

Rekordhög direktavkastning lockar

Direktavkastning innevarande år, 2015–2023



Källa: Refinitiv
Not: Prickad orange linje är genomsnittet på 4,7 procent

Utsikter och värdering

Under 2023 kommer Coors tillväxt med största sannolikhet att takta ner. Historiskt har lägre tillväxt varit förknippat med stärkt lönsamhet (se diagram), när bolaget kunnat fokusera på att effektivisera befintliga kontrakt snarare än att starta upp nya kontrakt och/eller integrera förvärv. I normala fall hade det inneburit att det finns en chans att Coor överraskar positivt på lönsamhetssidan, men pressen från inflationen gör att vi är mer försiktiga i våra estimat med en oförändrad ebita-marginal på 5,4 procent under 2023.

På kontraktssidan såg nettot under 2022 trist ut med -294 miljoner kronor jämfört med +344 miljoner 2021. Här bör dock inflikas att dels var det förlorade Volvo-kontraktet, värt knappt 400 miljoner, inte var något särskilt lönsamt kontrakt, dels att Coor under 2022 vunnit många mindre och mellanstora kontrakt. Över tid är det positivt att Coor får en mer diversifierad kundportfölj och blir mindre beroende av några få stora kunder.

Den svagare konjunkturen lär innebära minskade rörliga volymer hos kunderna under 2023 och enstaka kontrakt lär antingen förloras eller minskas i storlek. Ericsson, där ett stort sparpaket aviserats, är ett sådant. Totalt berörs cirka 1 400 Ericsson-anställda i Sverige. Viktigt att ha med sig är dock att Coor alltid varit duktiga på att hantera sina kostnader vid förlorade kontrakt. Till väldigt stor del handlar det om personal som kan sägas upp, vilket gör att kundförluster sällan ger dramatiska effekter på lönsamheten.

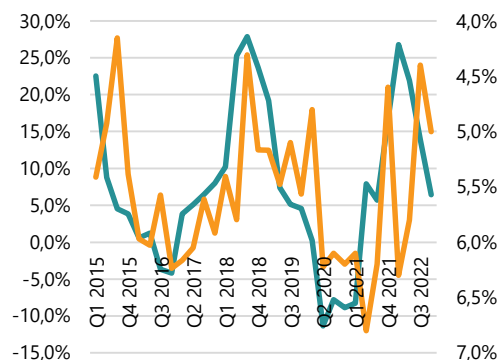
I det korta perspektivet väntar ett par kvartal med hyggligt tuffa jämförelsetal på lönsamhetssidan, 6,3 respektive 5,8 procents ebita-marginal, men från andra halvåret 2023 borde Coor återigen kunna uppvisa fin vinsttillväxt i årstakt. Efter sommaren väntas också besked kring Byggningsstyrelsens stora outsourcing, värd cirka 450 miljoner kronor per år, där Coor 50 procents chans att vinna. Lägg därtill att Coors ledning har ett förvärvsutrymme på flera hundra miljoner kronor, trots en fortsatt generös utdelningspolitik.

Utdelningen för 2022 blev i linje med våra förväntningar och speglar dels Coors starka balansräkning med en skuldsättningsgrad en bra bit under målet, dels Coors starka affärsmodell med fina kassaflöden. Här bör lyftas fram att Coor via förskottsbetalningar kör verksamheten med ett negativt rörelsekapital, där kunderna i praktiken är med och finansierar Coors verksamhet. När Coor växer ökar det negativa rörelsekapitalet, vilket stärker Coors kassaflöde och utdelningspotentialen till aktieägarna.

Med årets utdelning handlas Coor till en direktavkastning till nästan 7 procent. Avkastningskravet på börsen har definitivt kommit upp i spåren av det höjda ränteläget och den ökade osäkerheten kring konjunkturen, men låt oss anta ett avkastningskrav på 10 procent. Utifrån det är Coor i dag prissatt för ~3 procents utdelningstillväxt framåt. För ett bolag som kontinuerligt ökat resultatet med 7–8 procent per år över tid med goda kassaflöden signalerar det väldigt lågt ställda förväntningar och i våra ögon ett intressant läge för långsiktiga investerare som vågar lyfta blicken bortom 2023.

Bättre marginal när tillväxten avtar

Tillväxttakt (grön, vä) & 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 Johan Högberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Johan Högberg