

Potentiellt ingångsläge i högutdelande aktie

Omsättning över förväntan men fortsatt vinstpress

Omsättningen för det andra kvartalet kom in klart över våra förväntningar och uppgick till 3 162 mkr, vilket är den högsta omsättningen någonsin under ett enskilt kvartal. Utvecklingen drevs av den svenska marknaden där bidrag från förvärv samt efterfrågan på rörlig volym var starkare än väntat. På årsbasis växer omsättningen för hela koncernen med 6% från 2 980 mkr. Lönsamheten är dock fortsatt under press och justerat ebita-resultat faller till 161 mkr (172), vilket härleder en marginal om 5,1% (5,8). Ökad efterfrågan på rörliga volymer medför viss utspädning för marginalen på den svenska marknaden dessutom som nya kontrakt initialt pressat marginalen. Tidigare pandemikvartal betingades av onormal volymmix och lägre resursåtgång vilket gav fart åt marginalen. Q2-2022 är dock sista kvartalet där effekten synliggörs.

Hög aktivitet på den nordiska FM-marknaden

I Sverige har Coor vunnit nya kontrakt med Fabege och Skolverket, utökat kontraktet med Tietoevry samt förlängt kontraktet med Karolinska Universitetssjukhuset, Hemsö och Svenskt Näringsliv. I Norge fick Coor nytt förtroende avseende Equinors Offshore-kontrakt samt en utökning av det nyvunna IFM-kontraktet med IKEA. Vunna affärer i relation till avslutade affärer hade under Q2 en positiv nettoförändring av kontraktportföljen om 165 mkr, där främst små och medelstora kontrakt bidrar positivt. Smolket i glädjebägaren är dock det förlorade kontraktet med Ericsson, värt ~500 mkr per år, som löper ut den 31 augusti 2023. Men aktiviteten på FM-marknaden är hög och enligt ledningen finns tillräckligt många utestående kontrakt för att kompensera förlusten av Ericsson-kontraktet. Under kvartalet tillträdde dessutom förvärvet av Skaraborg Städ, vilket hade en positiv effekt på omsättningen. Köpeskillingen på 250 mkr framstår som rimlig och ger en utökad geografisk närvaro

Nuvarande kursnivåer kan utgöra ett bra ingångsläge

Aktien har sedan utgången av Q1 backat närmare 30% och de kortsiktiga utsikterna är blandade där högre räntor och inflation kan sätta ytterligare lönsamhetspress på Coor. Men framåt är jämförelsetalen lättare och långsiktigt räknar Analysguiden med starkt lönsamhet i takt med att nya kontrakt mognar. Vi justerar dock upp våra kostnadsantaganden för kommande kvartal, vilket pressar nettoresultatet. Vår sektorgrupp handlas mellan 10-16x nästa års förväntade vinster och med ett motiverat värde på 65 kronor samt uppdaterade estimat härleds ett p/e-tal (just.) på 15x nästa års justerade nettoresultat. Det förefaller rimligt varför dagens kursnivåer kan utgöra ett bra ingångsläge i aktien. Dessutom erhåller investeraren en direktavkastning på ~10%. Lyckas Coor uppvisa hög förnyelsegrad bland befintliga kontrakt under kommande kvartalsrapporter tror vi att aktiekursen kan närma sig vårt motiverade värde.

Coor

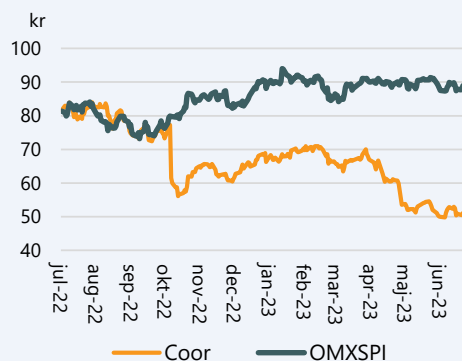
Rapportkommentar – Q2 2023

Datum 24 juli 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Tjänster
Styrelseordförande Mats Granryd
Vd AnnaCarin Grandin
Noteringsår 2015
Listning Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker COOR
Aktiekurs 48,5 kr
Antal aktier, milj. 95,8
Börsvärde, mkr 4 646
Nettoskuld, mkr 2 116
Företagsvärde (EV), mkr 6 762
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	630	670	720
Rörelseres. (ebit)	408	430	500	590
Resultat f. skatt	336	300	390	480
Nettoresultat	257	228	304	374
Just. Nettoresultat**	414	368	414	454
Just. vinst per aktie	4,3 kr	3,8 kr	4,3 kr	4,7 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%	5,2%	5,3%	5,4%
Rörelsemarginal	3,5%	3,6%	4,0%	4,4%
Nettoskuld/just.ebitda	1,9	2,5	2,3	2,0
P/e-tal (just)	11,3	12,8	11,3	10,3
P/e-tal	18,3	20,6	15,4	12,5
EV/just.ebita	10,7	10,8	10,2	9,5
EV/ebit	16,7	15,8	13,6	11,5
EV/omsättning	0,6	0,6	0,5	0,5
Direktavkastning	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%

*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. Vid utgången av andra kvartalet har skuldsättningen ökat något och nettoskuld/justerat ebitda ligger på 2,6x, vilket understiger bolagets målsättning att ligga under 3,0x. Den robusta balansräkningen är en önskvärd egenskap särskilt i ett tuffare ekonomiskt klimat. Coor har en lönsam affärsmodell med en hög kassagenerering, vilket möjliggör för en stark balansräkning som i sin tur möjliggör för; 1) Återinvesteringar i verksamheten för framtida tillväxt. 2) Konsolidering av marknaden genom företagsförvärv. 3) Kontinuerligt erbjuda investerare en hög utdelning.

Historiskt stabil verksamhet

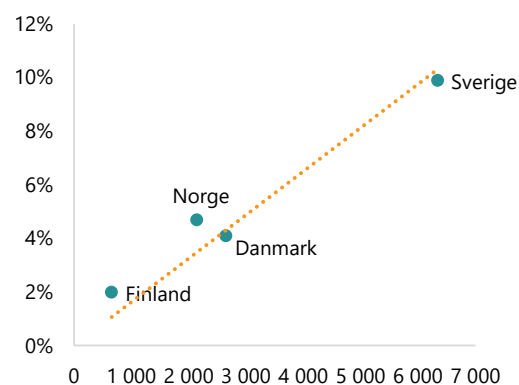
Omsättning & bruttoreultat (stapel, vänster). Justerad ebita-marginal (linje, höger).



Källa: Bolag, Analysguiden

Marginalpotential i Norden

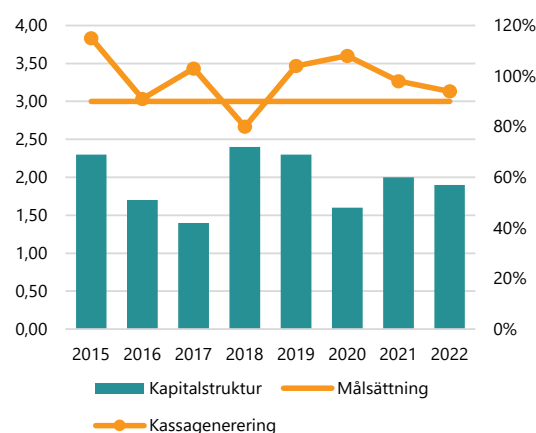
Omsättning per land (Mkr) & rörelsemarginal



Källa: Bolaget, Analysguiden

Robust & åtråvärd balansräkning

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



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

*Nettoskuld dividerat på justerat ebitda

**Förenklat operativt kassaflöde genom justerat EBITDA

Utsikter & värdering

Stora kundtapp prövar marknadens förtroende

Aktien har sedan utgången av första kvartalet backat närmare 30%. Det är en häftig omvärdering och man får gå tillbaka till pandemiutbrottet för att hitta liknande kursnivåer. Kanske är kursfallet en reaktion på att förlusten av Ericssonkontraktet utgjorde det tredje förlorade storkontraktet de senaste tre åren. Kursfallet kan vara ett tecken på att marknaden gör en omprövning och ställer sig frågan huruvida bolagets historiska premiumvärdering bör upprätthållas.

De förlorade storkontrakten, som benämns ovan, rör sig om Equinors kontorssiter i Norge, Volvo och Ericsson där samtliga hade ett värde mellan 400–500 mkr per år. Att kunderna inte valt att förlänga med Coor kan av ledningen förklaras av en ovillighet att bli beroende av en leverantör, priskrav som försämrar lönsamheten på kontraktet samt avsikten att gå vidare med globala leverantörer.

Tidigare kontraktsförluster har Coor parerat bra genom effektiviseringar och nya vunna kontrakt. Även Ericssonkontraktet ser ut att kunna kompenseras med hjälp av förvärvet av Skaraborg Städ. Tidigare har Coor dels dragit nytta av sin robusta balansräkning, dels utnyttjat en mycket stark marknad och vunnit nya kontrakt. Det i sin tur har gjort att de tidigare kontraktsförlusterna inte lett till några anmärkningsvärda vinsttapp (illustreras i grafen högst upp på sida 2).

Nu befinner vi oss dock i ett annat läge. Fastän det för närvarande råder hög aktivitet på fm-marknaden kan en utdragen lågkonjunktur ha en negativ påverkan på efterfrågan av fm-tjänster. En stigande ränta sätter dessutom vissa begränsningar på balansräkningen och varken en stigande utdelning eller nya stora förvärv är något som investeraren bör förvänta sig.

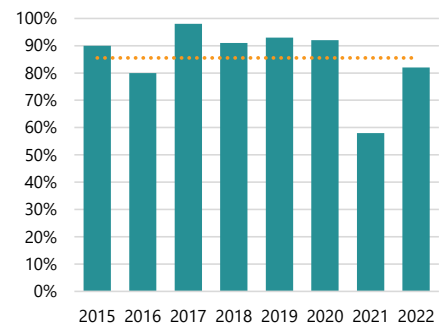
Coor kommer dock med största sannolikhet kunna rida ut stormen. Balansräkningen är fortfarande i gott skick, det råder hög aktivitet på marknaden och kassagenereringen är stabil. Kontraktsförlusterna framstår som separata händelser snarare än ett alarmerande mönster. Framgent är det dock viktigt att ledningen upprätthåller den historiskt höga förnyelsegraden över 90% samt håller vinsten och kassaflödet i schack.

Ingångsläge i aktie med ~10% direktavkastning

Efter rapporten justerar vi upp våra kostnadsantaganden, främst avseende räntekostnader och avskrivningar på varumärken efter förvärvet av Skaraborg Städ. Det i sin tur pressar nettoresultatet med 20, 10 och 5 procent för 2023-2025p. Vår sektorgrupp handlas i skrivande stund mellan 10–16 gånger nästa års förväntade vinster och Analysguiden menar att Coor med sin fina historik bör handlas inom den över halvan av intervallet. På uppdaterade estimat ger en kurs på 65 kronor ett justerat p/e-tal (se definition på bilden intill) på 15x nästa års justerade nettoresultat. Analysguiden bedömer att det framstår som en rimlig nivå. Dagens kursnivå runt 48 kronor ger en direktavkastning på ~10% och kan utgöra ett bra ingångsläge i aktien. Kommande kvartalsrapporter ställs Coor mot lättare jämförelsetal och lyckas bolaget uppvisa hög förnyelsegrad bland befintliga kontrakt tror vi att aktiekursen kan närma sig vårt motiverade värde.

Hög förnyelsegrad bör upprätthållas

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

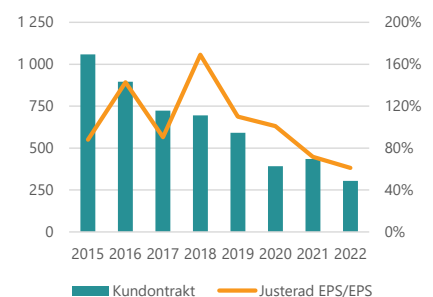


Källa: Bolaget

Av- & nedskrivning pressar vinsten

Vid börsnoteringen fanns kundkontrakt värt ~1 100 mkr i balansräkningen, vilket härstammar från att Coor köptes av Cinven år 2007 och hade en del större IFM-kontrakt. Kundkontrakten har därefter skrivits ned, vilket har tyngt nettoresultatet. Det har i sin tur föranlett bolaget att presentera ett justerat nettoresultat där av- & nedskrivningar för kundkontrakt har återförts. Idag tar Coor endast upp kundkontrakt från förvärvade bolag och egna kundkontrakt finns inte på balansräkningen. Skillnaden mellan de båda vinstmått har minskat över tid och Analysguiden bedömer att det justerade resultatmättet bättre avspeglar verksamheten.

Kundkontrakt mkr (stapel, vänster). Skillnad mellan vinst per aktie och justerad vinst per aktie % (linje, höger). 2015–2022.

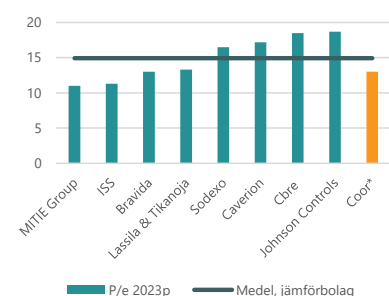


Not: Justerat nettoresultat = nettoresultat exklusive av- & nedskrivningar av kundkontrakt och varumärken.

Källa: Bolaget, Analysguiden

Potential för uppvärdering

P/e 2023p, jämförbara bolag inom tjänstesektorn.



Källa: Refinitiv

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 samt Ericsson under 2023 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