

Kraftig rapportreaktion skapar långsiktig potential

Omsättning över förväntan men fortsatt vinstpress

Omsättningen för det tredje kvartalet kom in på 3 016 mkr (2 766). Det motsvarar en tillväxt på 9%, vilket var klart över Analysguidens förväntningar på 2 829 mkr. Utvecklingen tillskrivs främst förvärv, valutamedvind samt bra fart på den norska marknaden. Det justerade ebita-resultatet kom in på 126 mkr, vilket var helt i linje med våra prognoser. Dessvärre kom marginalen in något svagare på 4,2% (4,4). Som väntat var svenska marknaden skurken i dramat. Där faller marginalen till 7,7% (8,4), vilket var lägre än våra prognoser på 8%. Den svagare marginalen förklaras av fackligt godkänd låglönesatsning, slopade subventioner för unga anställda och förlorade synergier efter förlusten av kontraktet med Ericsson. Framgent bedöms marknadsutsikterna goda främst på grund av flera mindre och mellanstora kontrakt. Kassagenereringen på 93% sedan årsskiftet överstiger målsättningen och har bidragit till att förbättra skuldsättningen. Allt sammantaget var rapporten något bättre än våra förväntningar.

Åtgärdsprogram för att lyfta lönsamheten

Lönsamheten har under ett par kvartal varit svag. Det är främst en effekt av stigande räntor, många nya kontrakt med lägre initial lönsamhet och förlust av mogna lönsammare kontrakt. Lönsamhet är högt prioriterad och för att öka takten aviserade Coor ett åtgärdsprogram med syfte att effektivisera verksamheten och lyfta lönsamheten mot bolagets finansiella mål om en justerad ebita-marginal på 5,5%. Genom en utökad kostnadskontroll, nedbemanningar och effektiviseringar av processer avser bolaget att realisera stordriftsfördelar och synergier. Fullt implementerat beräknas åtgärdsprogrammet ge en årseffekt på ~100 mkr, med initiala kostnader på ~40 mkr. Merparten av kostnaderna kommer att inkluderas i Q4 då nedbemanningar verkställs. Tidigare har liknande arbete utförts på den danska marknaden och på koncernnivå förväntas åtgärderna få full effekt under 2024.

Historiskt låg värdering för stabil verksamhet

Marknadens dom på rapporten var hård och som lägst handlades aktien runt 35,5 kronor, motsvarande en nedgång över 20%. Bortsett från att Q4-2023 kommer belastas av kostnader från åtgärdsprogrammet bedömer Analysguiden att jämförelsetalen kommer bli lättare framöver. Ett köp på kurs 36 kronor ger ett stabilt bolag som handlas på ett framåtblickande p/e-tal under 9x jämfört med våra prognoser för 2024. Det är rekordlåg ur ett historiskt perspektiv. Det är dessutom ett bolag vars vinst förväntas växa norr om 10% CAGR för nästkommande fem års period. Inte nog med det. Balansräkningen som, kombinerat med lönsamheten, för högsta prioritet rymmer en uthållig generös utdelning där direktavkastningen emellertid är tvåsiffrig. Då har vi dessutom tagit höjd för sänkt utdelning. Efter rapporten justeras vårt motiverade värde till 50 kronor (55) och vi anser att aktien passar i en diversifierad långsiktig portfölj.

Coor

Rapportkommentar – Q3 2023

Datum 27 oktober 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch	Tjänster
Styrelseordförande	Mats Granryd
Vd	AnnaCarin Grandin
Noteringsår	2015
Listning	Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker	COOR
Aktiekurs	35 kr
Antal aktier, milj.	95,8
Börsvärde, mkr	3 353
Nettoskuld, mkr	1 987
Företagsvärde (EV), mkr	5 340
Webbplats	www.coor.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	11 789	12 384	12 701	13 300
Ebita-resultat	564	493	606	673
Just.ebita-resultat	633	562	676	733
Rörelseres. (ebit)	408	355	496	593
Nettoresultat	257	157	270	364
Just. Nettoresultat	413	295	380	444
Vinst per aktie	2,7 kr	1,6 kr	2,8 kr	3,8 kr
Just. Vinst per aktie	4,3 kr	3,1 kr	4,0 kr	4,6 kr
Utd. per aktie	4,8 kr	4,8 kr	3,6 kr	4,0 kr
Omsättningstillväxt	17%	5,0%	2,6%	4,7%
Just. Ebita-marginal	5,4%	4,5%	5,3%	5,5%
Rörelsemarginal	3,5%	2,9%	3,9%	4,5%
Nettoskuld/just.ebitda	1,9	2,5	2,0	2,0
P/e-tal (just)	16	11	9	8
P/e-tal	25	21	12	9
EV/ebit	20	15	11	9
EV/just.ebita	13	10	8	7
EV/omsättning	0,7	0,4	0,4	0,4
Direktavkastning	7%	14%	10%	11%

*Justerat för jämförelsestörande poster

**Exklusive av- och nedskrivningar på goodwill, kundkontrakt & varumärken

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringstes

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

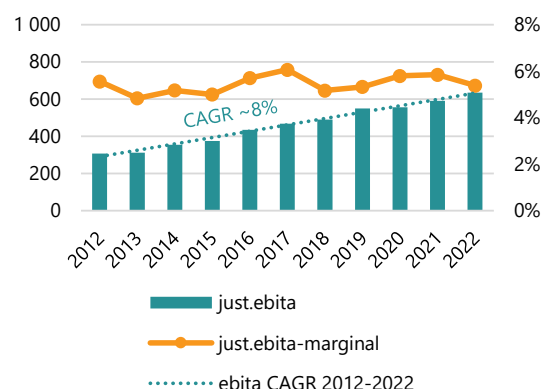
På kort sikt kan Coors tillväxttakt variera kraftigt, främst beroende på timing för större förvärv respektive utrullning av större kontrakt. När tillväxten ökar brukar marginalen falla tillbaka, för att sedan stiga i takt med att Coors effektiviseringar biter. På resultatinivå på årsbasis jämnar detta 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 kapitallätt med starka kassaflöden. Det i sin tur möjliggör för generösa utdelningar.

Låg värdering bäddar för kursuppgång vid trendbrott

I spåren av pandemin hade Coor några mycket starka kvartal med hög omsättningstillväxt och starka marginaler. Det ledde till en stark vinsttillväxt varpå marknaden handlade upp aktien. I det tredje kvartalet 2022 rapporterades dock en fallande vinst. Inte helt oväntat med tanke på att ledningen hade guidat för normaliserad lönsamhet efter pandemin. Vinsttappet förklarades av uppstartkostnader för nya kontrakt samt en högre inflation. I backspegeln kan kvartalet ses som startskottet för en period av fallande vinster mot svåra jämförelsetal. Det kombinerat med ett och annat förlorat storkontrakt gillade inte marknaden som i sin tur har handlat ner aktien närmare 40% sedan rapporten släpptes. Analysguiden har fortsatt vinstpress i prognoserna följt av kostnader från åtgärdsprogrammet som belastar Q4 i år. Men därefter kan en trendvändning urskiljas. Aktien handlas på rekordlåga nivåer och med en gynnsam produktmix under vinterhalvåret och lättare jämförelsetal talar mycket för att fastighetsservicebolaget kan återgå till vinsttillväxt, vilket bäddar för en kursuppgång.

Historiskt stabil verksamhet

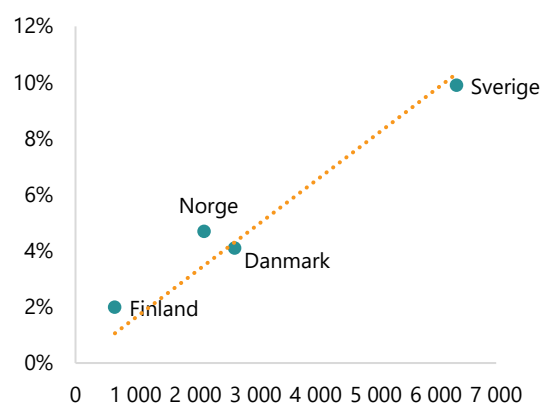
Omsättning & bruttoreultat (stapel, vänster). Justerad ebita-marginal (linje, höger).



Källa: Bolag, Analysguiden

Marginalpotential i Norden

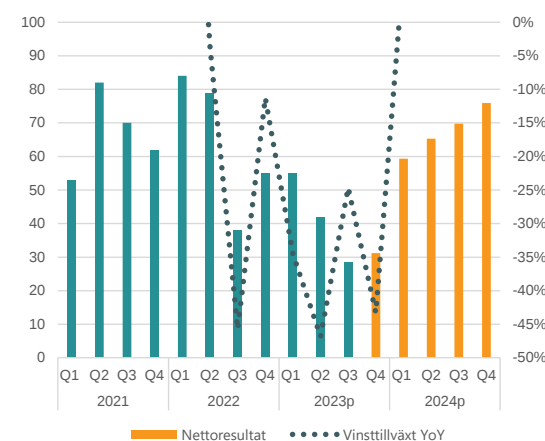
Omsättning per land (Mkr) & rörelsemarginal



Källa: Bolaget, Analysguiden

Vinsttillväxt åter i korten?

Nettoreultat i mkr (stapel, vänster). Vinsttillväxt på årsbasis (linje, höger) 2021 Q1 – 2024 Q4p



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Utsikter & värdering

En "cocktail" för svag lönsamhetsutveckling

Omsättningen kom in 6% högre än förväntat, främst drivet av valuta-medvind och förvärv. Det är starkt att upprätthålla omsättningen trots bortfall av större kunder och talar för att det finns en del kontrakt ute på marknaden. Dessvärre är lönsamheten under press. Q3 2023 markerade det sjätte kvartalet i rad med fallande vinst. Analysguiden har vid upprepade tillfällen lyft att lönsamheten skulle normaliseras efter starka pandemikvartal. Dessvärre har utvecklingen varit något sämre än befarat. Det är sannolikt en "cocktail" av hög inflation följt av stigande räntor och en hög omsättning i projektportföljen där nya kontrakt initialt har en lägre marginal.

Marginalen på den svenska marknaden, Coors klart största och mest lönsamma marknad, var dessutom svag under kvartalet och nådde inte upp till våra förväntningar. Den svaga marginalen förklaras av fackligt godkänd låglönesatsning, slopade subventioner till unga anställda och förlorade synergier efter förlusten av kontraktet med Ericsson. Bortsett från det sistnämnda förväntas kostnaderna hanteras genom indexering och prisjusteringar mot kunder, vilket löpande förväntas lyfta marginalen på den svenska marknaden.

Åtgärdsprogram accelererar lönsamhetsutvecklingen

I samband med rapporten aviserades även ett åtgärdsprogram som syftar till att förbättra lönsamheten. Det är välkommet. De senaste åren har Coor genomfört förvärv och vunnit flera nya kontrakt på olika marknader. Det hade kunnat manifesterats i en hög omsättningstillväxt men på grund av en del större kontraktsförluster har den utvecklingen maskerats. Att addera nya kontrakt är kostsamt och har gjort att bolaget har lagt på sig extra kostnader. Dessa förväntas nu minska framgent främst genom centralisering och effektivisering av administrativa uppgifter.

Fullt implementerat beräknas åtgärdsprogrammet ge en årseffekt på ~100 mkr i besparingar. Kostnaderna för att genomföra åtgärdsprogrammet beräknas till ~40 mkr, varpå merparten av dessa kommer att inkluderas i Q4 då nedbemanningar verkställs.

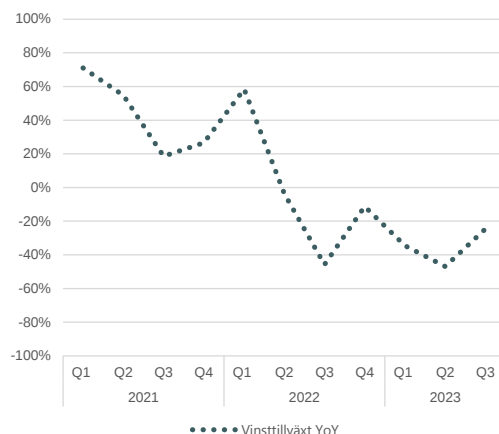
Åtgärdsprogrammet kombinerat med lätta jämförelsetal gör att vi urskiljer ett trendbrott i den negativa vinstutvecklingen (se graf längre ner på sida 2). Inför rapporten räknade vi med att vinststillväxten skulle dra i gång till Q4:an 2023 men i och med extra kostnader från åtgärdsprogrammet får investeraren nog blicka ett kvartal längre.

Hög kassagenerering & förbättrad balansräkning

Balansräkningen har varit topprioriterad för Coor. I kvartalet noterar vi ett starkt kassaflöde, vilket använts för att dra ned på skuldsättningen i bolaget. Nettoskulden uppgår till ~2 mdkr, vilket i relation till justerat ebitda når en kvot om 2,4x (ner från 2,6x vid utgången av Q2). Målsättningen är fortsatt att dra ned på skuldsättningen tills bolaget når ~2x nettoskuld/justerad ebitda. Om åtgärdsprogrammet biter och Coor får ordning på lönsamheten bedömer Analysguiden att bolaget når målsättningen redan under nästa år.

Vinsttapp håller nere aktien

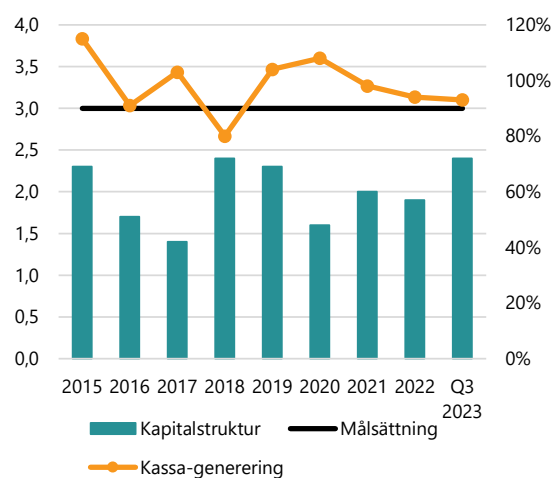
Vinststillväxt på årsbasis, 2021 Q1 – 2023 Q3



Källa: Bolaget

Kassaflöde & balansräkning i schack

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

Gällande nästa års utdelning är det en hyfsat svårknäckt nöt. Vår bästa gissning är att den ordinarie utdelningen på 2,4 kr per aktie följt av en extra utdelning i samma storlek inte kommer upprepas. Det är på grund av att vare sig balansräkning, kassaflöde eller vinster backar upp en utdelning i den storleken. En minskning är mer troligt.

Målsättningen är att dela ut minst 50% av det justerade nettoresultatet. Det har dock vida överstigit historiskt. I ett genomsnitt mellan 2016–2022 har utdelningen snarare legat strax över 100% av det justerade nettoresultatet eller runt 90% av det fria kassaflödet. Med det i beaktning ser vi två scenarion som mest sannolika.

1) Den ordinarie utdelningen på 2,4 kronor per aktie upprepas och extra utdelningen halveras till 1,2 kronor per aktie. Sammanlagt ger det en utdelning på 3,6 kronor per aktie, motsvarande 118% av vårt förväntade nettoresultat för innevarande år.

2) Givet aktiens historiskt låga värdering kan ett återköpsprogram bli aktuellt. Den ordinarie utdelningen på 2,4 kronor upprepas men den extra utdelningen ställs in och användas i stället för ett återköpsprogram av motsvarande storlek. Ledningen påpekar dock att ur ett allokeringssperspektiv är utdelningen prioriterad, varpå scenario 1 framstår som mer sannolikt i våra ögon.

Överdriven oro – motiverat värde fastställs vid 50 kr

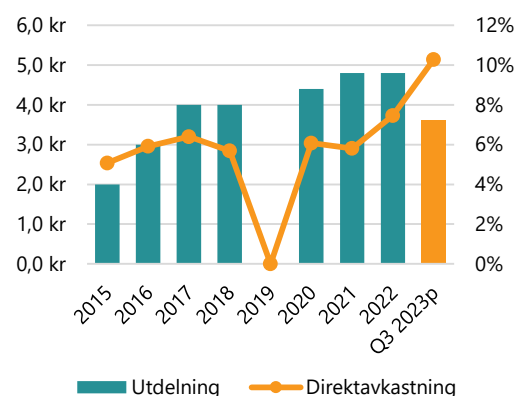
Efter rapporten gör vi vissa prognosjusteringar. Främst justeras resultatet för 2023 ned med 8% som en effekt av ökade kostnader hänfört till åtgärdsprogrammet. Det i sin tur får dock positiv effekt på 1–4% på våra resultatprognoser för 2024 och 2025. För innevarande år förväntar vi oss att justerad vinst per aktie landar runt 3,1 kronor och utdelningen fastslås vid 3,6 kronor för 2024. På helårsbasis förväntar vi oss att 2024 blir ett sekventiellt starkare år följt av ett 2025 där Coor är tillbaka och levererar i linje med deras finansiella mål.

Värderingen är på historiskt låga nivåer och framåtblickande handlas aktien under p/e 9x. Multipelkontraktion och fallande vinster har sannolikt pressat aktien. Inte orimligt. Nu förefaller dessutom osäkerheter avseende kommande utdelningar och kanske ligger även "kontorsdöden" över som en våt filt. Analysguiden bedömer dock att oron är överdriven. Coor har en stark marknadsposition, stabil finansiell historik och mot lätta jämförelsetal förväntar vi oss tvåsiffrig vinsttillväxt på medellång sikt. Därtill rymmer balansräkningen en generös och uthållig utdelning som vid en kurs på 35 kronor ger en förstklassig direktavkastning.

Vi justerar vårt motiverade värde till 50 kronor (55), motsvarande ett framåtblickande p/e-tal som är något lägre än det historiska. Det är en effekt av att ett högre avkastningskrav, följt av en stigande ränta bör återspeglas i en lägre multipel. Trots en låg organisk tillväxt bör den långsiktiga stabiliteten i vinsterna premieras, varpå p/e 12x på nästa års förväntade vinst framstår som motiverat. I vår kassaflödesmodell motsvarar en kurs på 50 kronor ett avkastningskrav runt 10%. Det får dagens kurs runt 35 kronor framstå som en mycket attraktiv prissättning.

Hög direktavkastning i korton

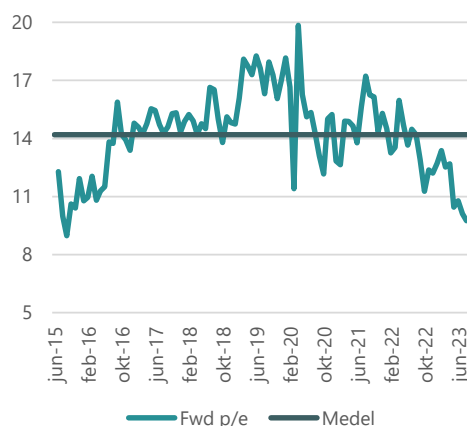
Utdelning per aktie 2015 – 2023p (stapel, vänster).
Direktavkastning 2015–2023p (linje, höger)



Källa: Refinitiv

Historiskt låg värdering

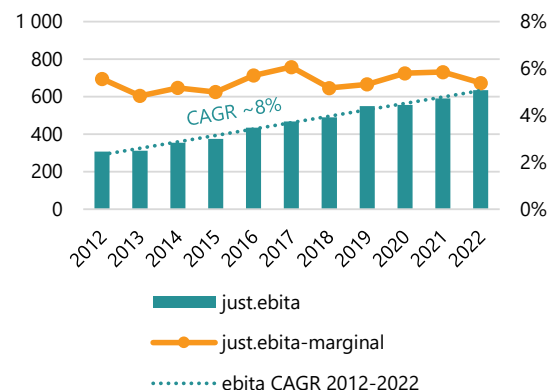
Framåtblickande p/e tal sedan börsnotering (grön).
Genomsnitt (svart).



Källa: Refinitiv

Stabiliteten premieras

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



Källa: Bolag, 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 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