

# Vinsten på återhämtning

## Stark marginal kompenserar för vikande försäljning

Servicebolaget Coor rapporterade ett andra kvartal med 0,5% högre nettoomsättning än Analysguidens prognos. Nettoomsättningen uppgick till 3 180 mkr (3 162), motsvarande en tillväxt på 0,5% enbart drivet av förvärv. På organisk basis backade omsättningen med 1%. Dock inkluderade jämförelsetalen kontraktet med Ericsson. Q2 markerade det sista kvartalet där kontraktet till fullo återfinns i jämförelsetalen. Det tillsammans med nya vunna kontrakt bör ge stöd åt en högre organisk tillväxt framåt. Även rörelseresultatet kom in något högre än väntat vilket till stor del förklaras av åtgärdsprogrammet som initierades under förra året förklarade. I rapporten uppger bolaget dock att de finansiella effekterna från åtgärdsprogrammet dröjer. Mot slutet av året förväntas effekterna fullt ut synas i resultatet, varpå en marginalförstärkning kan väntas under kommande kvartal.

## Viktig omförhandling & stabilt inflöde av kontrakt

Vi har tidigare påpekat vikten av en hög omförhandlingsgrad. I Q1 förlängde Coor kontrakten med SAAB och ICA, vilka utgjorde en stor del av totala omförhandlingsvolymen under 2024. Under kvartalet aviserade Coor även lyckade omförhandlingar med danska polisen, Kriminalvården och Åklargarmyndigheten (PKA). Förlängningen gäller från och med 1 september 2025 och värderas till 900 mkr. Omförhandlingen klart positivt och skapar stabilitet i intjäningen under nästkommande år. Därtill upplever Coor ett stabilt inflöde av nya kontrakt vilket ger ett positivt avtryck i kontraktsporföljen. Det talar för en fortsatt välmående marknad.

## Aktien under historiskt snitt – motiverat värde 50 kr

Sammantaget kom rapporten in något över Analysguidens förväntningar. Vinst per aktie uppgick till 0,6 kronor (0,4) motsvarande en tillväxt på 50%. Det är tydligt att vinsten återhämtar sig efter en rad utmanande kvartal. Inför rapporten justerade vi ner prognoserna för 2024 och 2025 för att återspegla en avvaktande marknad i Danmark, ett åtgärdsprogram som tar lite längre tid att realisera samt ökade högre finansiella kostnader. Efter rapporten gör vi dock inga prognosförändringar och räknar fortsatt med en stark vinsttillväxt runt 15% över nästkommande femårsperiod. För helåret 2024 räknar vi med ett Coor levererar en justerad vinst per aktie på 3,3 kronor. Det motsvarar en vinsttillväxt nära 30%. Aktien handlas nu en bra bit under sin historiska genomsnittsvärdering och med flera stora kontrakt säkrade för framtiden tillsammans med en generös direktavkastning över 7% bör aktien framstå som intressant.

## Coor

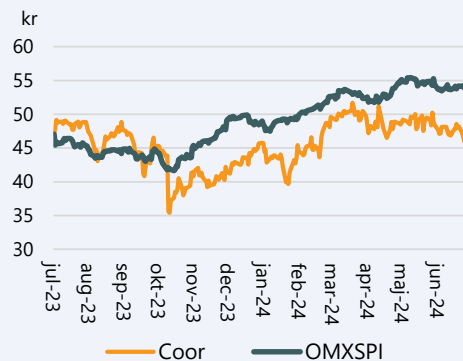
### Rapportkommentar – Q2 2024

Datum 29 juli 2024  
Analytiker Oliver Uusitalo

### Basfakta

Bransch	Tjänster
Styrelseordförande	Mats Granryd
Vd	AnnaCarin Grandin
Noteringsår	2015
Listning	Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker	COOR
Aktiekurs	43 kronor
Antal aktier, milj.	95,8
Börsvärde, mkr	4 119
Nettoskuld, mkr	2 360
Företagsvärde (EV), mkr	6 479
Motiverat värde	50 kronor
Nästa rapport	2024-10-24

### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	11 789	12 443	12 742	13 440
Ebita-resultat	564	495	588	676
Just.ebita-resultat	633	606	642	726
Rörelseres. (ebit)	408	364	514	606
Nettoresultat	257	155	244	345
Just. Nettoresultat*	413	285	318	415
Vinst per aktie	2,7 kr	1,6 kr	2,5 kr	3,6 kr
Just. Vinst per aktie	4,3 kr	3,0 kr	3,3 kr	4,3 kr
Utd. per aktie	4,8 kr	4,8 kr	3,0 kr	3,4 kr
Omsättningsstillväxt	17%	5,5%	2,4%	5,5%
Just. Ebita-marginal	5,4%	4,9%	5,0%	5,4%
Rörelsemarginal	3,5%	2,9%	4,0%	4,5%
Nettoskuld/just.ebitda	1,9	2,5	2,2	2,2
P/e-tal (just)	16	15	13	10
P/e-tal	25	27	17	12
EV/ebit	20	18	13	11
EV/just.ebita	13	11	10	9
EV/omsättning	0,7	0,5	0,5	0,5
Direktavkastning	7,0%	7,3%	6,8%	7,7%

\*Justerat för jämförelsestörande poster, exklusive av- och nedskrivningar på kundkontrakt & varumärken

Källa: Bolaget, Analysguiden

Motiverat värde är en uppfattning om vad bolaget borde vara värt givet Analysguidens huvudscenario. Det är inte samma sak som att aktiekursen ska spegla detta värde.

## 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 2023 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%. 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 rådande konjunkturella nedgången.

### Stabila vinstökningar och fina kassaflöden

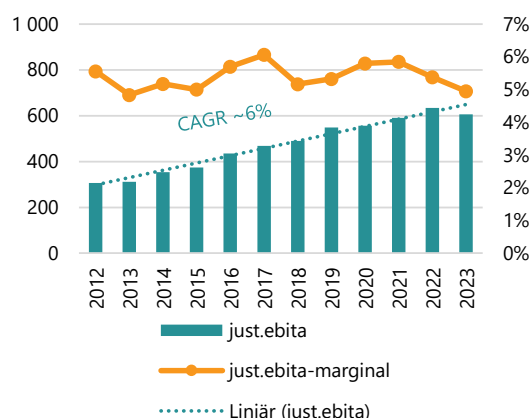
På kort sikt kan Coors tillväxttakt variera kraftigt, främst beroende på timing för större förvärv respektive utrullning av större kontrakt. När tillväxten ökar brukar marginalen falla tillbaka, för att sedan stiga i takt med att Coors effektiviseringar biter. På resultatnivå på årsbasis jämnar detta emellertid ut sig och Coors stabilitet blir tydlig. Sedan 2012 har det justerade ebita-resultatet ökat väldigt stabilt med en genomsnittlig årlig tillväxt över 6% (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.

### Balansräkning i schack ger utrymme för utdelning

Coor har en kapitallett affärsmodell som till stor del utgörs av enklare servicetjänster. Investeringsbehovet är lågt och betalningsvillkoren är mycket förmånliga, vilket i förlängningen gör att kapitalbindningen många gånger är negativ. Det skapar en bra grund för hög kassakonvertering. Den uttalade målsättningen är att uppnå en kassagenerering om minst 90%. Över lag har Coor varit skickliga på att leverera på målsättningen trots perioder med fallande vinster. Den höga kassagenereringen gör att Coor kan hålla en ekonomi i balans, agera när attraktiva förvärvsmöjligheter uppstår och övertid erbjuda investerare generösa utdelningar där direktavkastningen ofta överstiger 6%.

### Historiskt stabil verksamhet

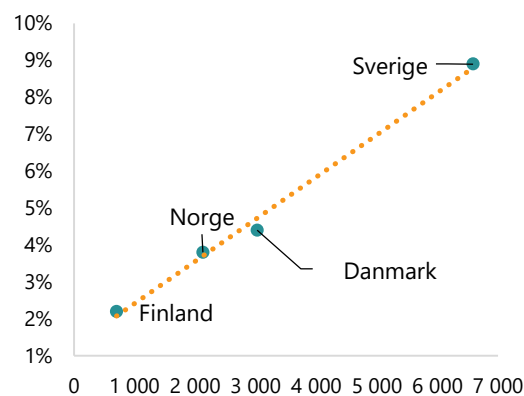
Omsättning & bruttoreultat (stapel, vänster). Justerad ebita-marginal (linje, höger).



Källa: Bolag, Analysguiden

### Marginalpotential i Norden

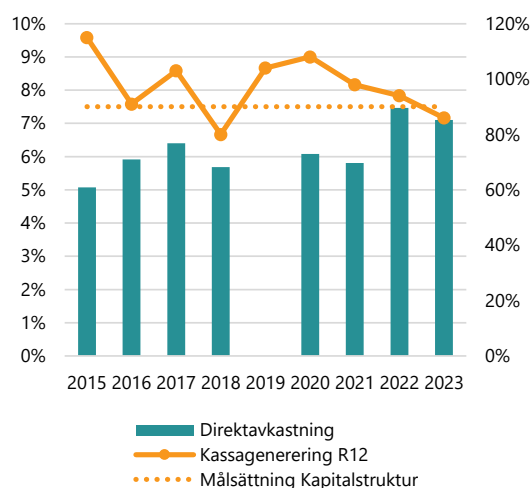
Omsättning (Mkr) & rörelsemarginal per land. 2023



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Historik av generösa utdelningar

Direktavkastning i % (stapel, vänster). Kassagenerering (linje, höger) 2015 – 2023.



## Utsikter & prognoser

Över lag kom rapporten in något över Analysguidens prognos. Även om tillväxten i kvartalet på 0,6% (-1% organiskt) kan ses som låg överträffade det dock våra estimat med 0,5%. Rörelseresultatet på 161 mkr var särskilt stark och överträffade våra förväntningar med 2,5%.

### Svag tillväxt men stark marginal över hela brädet

På förhand framhöll vi den norska marknaden som kvartalets utrops- tecken. Vi förväntade oss en stark tillväxt och ökad marginal. Med fa- cit i hand överträffade den norska marknaden våra estimat för både omsättning och resultat med 6 respektive 29 procent. Det bidrog till den positiva avvikelsen gentemot vår prognos.

Den organiska tillväxten i Norge uppgick till 11% drivet av nystartade kontrakt men rörelsemarginalen på 4,6% var särskilt imponerande. Den starka marginalen förklaras främst av högre beläggning inom Offshore-kontraktet.

Övriga regioner levererade en omsättning i linje med vår prognos. I Sverige backande försäljningen med 3% organiskt. Men med tanke på att jämförelsetalen inkluderade kontraktet med Ericsson uppvisade den svenska marknaden god underliggande tillväxt där förvärv och nya kontrakt bland annat med Swedbank och Sweco bidragit positivt. Q2 markerade det sista kvartalet där kontraktet med Ericsson till fullo finns med i jämförelsesiffrorna. Det tillsammans med nya vunna kontrakt bör ge stöd åt en högre organisk tillväxt framåt.

Vid sidan om det är marginalen på 9,5% uppmuntrande. Kontraktet med Ericsson var mycket lönsamt och att Coor lyckas lyfta margina- len i Sverige under kvartalet är starkt. Åtgärdsprogrammet som initi- erades under förra året förklarade till stor del den starka marginalen. I rapporten uppger bolaget även att de finansiella effekterna från åtgärdsprogrammet dröjer och heller inte gett full effekt. Mot slutet av året förväntas effekterna fullt ut synas i resultatet, varpå en marginal- förstärkning kan väntas under kommande kvartal.

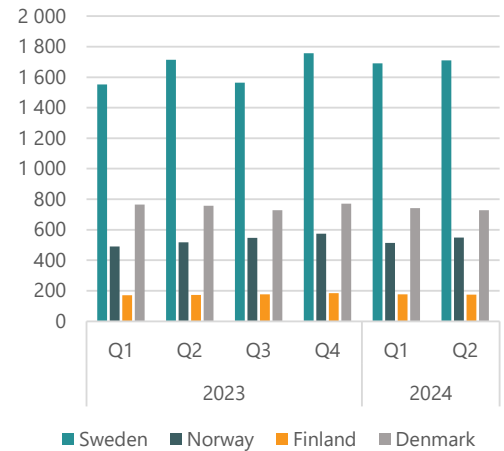
Som väntat var den organiska tillväxten i Danmark negativ (-4%). Det förklaras främst av en mer återhållsam offentlig sektor och vi förvän- tar oss låg ensiffrig tillväxt framåt. Återigen är dock marginalen ett styrketecken. Rörelsemarginalen kom in på 4,5%, i linje med föregå- ende år. En bibehållen marginal trots negativ tillväxt är ett tecken på att kontrakten på marknaden mognar. För den som följt Coor över tid vet att en förbättrad marginal är vanligt förekommande när försälj- ningen viker. När den rörliga volymerna åter tilltar bör det ge ett po- sitivt avtryck i marginalen.

### Kontraktsförlängningar sänker risken även för 2025

Föregående analys påpekade vi att den operationella risken minskat under 2024 som en följd av lyckade omförhandlingar av större kontrakt. Under kvartalet har Coor även omförhandlat kontraktet med danska polisen, Kriminalvården och Åklagarmyndigheten (PKA). Förlängningen gäller från och med 1 september 2025 och värderas till 900 mkr. Det är en viktig omförhandling och volymen att omför- handla under 2025 har reducerats. Det skapar en bättre visibilitet för intjäningen under nästkommande år.

### Tillväxt på låga nivåer...

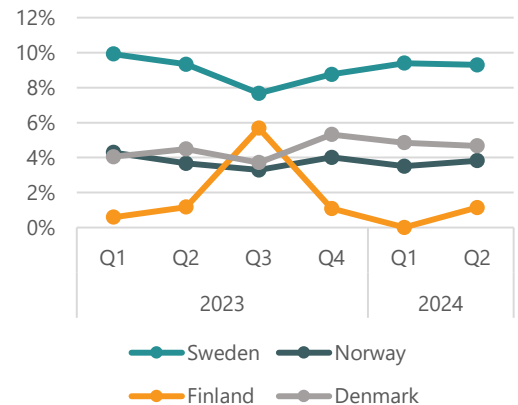
Nettoomsättning per land i mkr, Q1 2023 – Q2 2024.



Källa: Bolaget

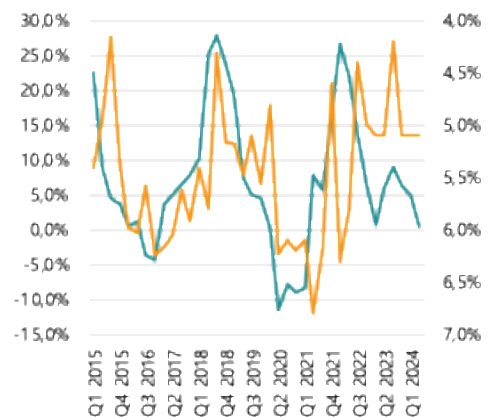
### ... men överträffande marginal

Ebitamarginal i % per land. Q1 2023 – Q2 2024.



### Starkt lönsamhet när tillväxt viker

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



Källa: Bolaget, Analysguiden

Vi har tidigare påpekat vikten av en hög förnyelsegrad, särskilt bland större kontrakt. Det är därmed en uppmanande utveckling att förnyelsegraden efter det första halvåret 2024 uppgår till 94%.

Vid sidan om viktiga omförhandlingar upplever Coor även ett stabilt inflöde av nya kontrakt vilket ger ett positivt avtryck i kontraktsporföljen där nettoeffekten är 192 mkr för det första halvåret 2024. Det talar för en fortsatt välmående marknad.

## Stabilt kassaflöde & balansräkning i schack

Kassaflödet kan variera mellan kvartalet. Det fria kassaflödet var -20 mkr i kvartalet och rörelsekapitalet belastade kassaflödet med -153 mkr. Dessutom skiftades utdelning om 228 mkr till aktieägarna. Sett över rullande 12 månader är dock kassagenereringen fortsatt stark och uppgick till 92% (86%). Kassaflödet bör ses över tid snarare än under enskilda kvartal.

Finansnettot uppgick till 48 mkr under kvartalet. Räntekostnaderna steg på årsbasis förklarar av stigande räntor samt en refinansiering av de gamla obligationerna. I ett högre ränteklimat är det dyrt med skuld och ledningen uppger att ambitionen är att minska skuldsättningen något under 2024.

Nettoskulden ökade till 2 360 mkr (2 116), motsvarande 2,7x (2,6) det justerade ebitda-resultatet. I ett första ögonkast kan det framstå som högt men allt jämt under målsättningen om högst 3,0x. Med ett fortsatt stabilt marknadsklimat, bra kassagenerering och förbättrad lönsamhet utgör skuldsättningen inget hot.

## Motiverat värde justeras till 50 kronor (54)

Sammantaget kom rapporten in något över Analysguidens förväntningar. Vinst per aktie uppgick till 0,6 kronor (0,4) motsvarande en tillväxt på 50%. Det är tydligt att vinsten återhämtar sig efter en rad utmanande kvartal.

Inför rapporten justerade vi ner prognoserna för 2024 och 2025 års nettoomsättning och resultat med 2–2,5 respektive 15–12 procent. För att återspegla en avvaktande marknad i Danmark, ett åtgärdsprogram som tar lite längre tid att realisera samt högre finansiella kostnader. Efter rapporten gör vi dock inga prognosförändringar.

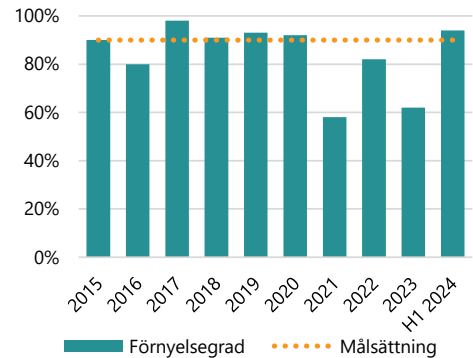
Framgent räknar vi med omsättningstillväxt på 3 – 5 procent under 2024 och 2025 respektive. Rörelsemarginalen förväntas succesivt stiga mot målsättningen om 5,5%. Det ger upphov till en stark vinsttillväxt runt 15% över nästkommande femårsperiod.

Senaste månaden har aktien handlats ned omkring 10%. Kanske en effekt av nedjusterade konsensus-estimat eller investerare som tar tillfället i akt och sälja av aktier efter utdelningen och vårens hyggliga kursuppgång nära 20%.

För helåret 2024 räknar vi med ett Coor levererar en justerad vinst per aktie på 3,3 kronor. Det motsvarar en vinsttillväxt nära 30%. Historiskt har Coor värderats till 15x innevarande års förväntade vinst. Det är en bra bit över dem 11,5x aktien nu värderas till. Gentemot en historisk genomsnittsvärdering motiveras en kurs på 50 kronor. Det stöds även av Analysguidens kassaflödesmodell (se sammanfattande tabell intill).

## Viktigt med hög förnyelsegrad

Andel förlängda kontrakt.

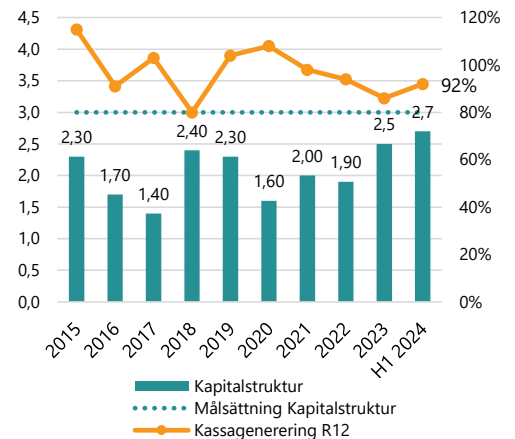


Källa: Bolaget

Not: 2023 omförhandlingsgrad 88% ex Ericson. 2021 kraftigt påverkat av Equinor och Volvo.

## Kassagenerering & skuldsättning

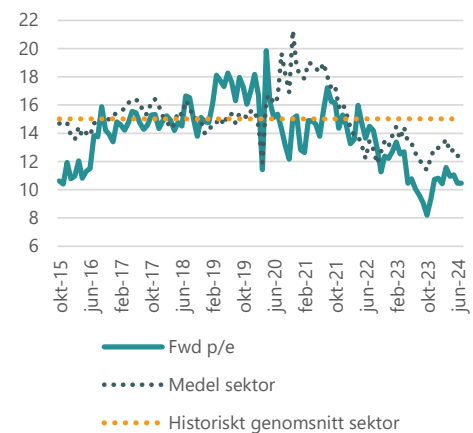
Kapitalstruktur (stapel, vänster). Målsättning Kapitalstruktur (linje, vänster). Kassagenerering (linje, höger) 2015 – H1 2024.



Källa: Bolaget

## Värdering under historiskt snitt

Framåtblickande pe-tal. 2015–2024.



Källa: Refinitiv

## Coor – en stabil marknadsledare

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 vuxit till över 10 000 anställda med verksamhet i hela Norden. Kundlistan är imponerande med kunder som ABB, danska polisen och ICA. Historiken präglas av en imponerande stabilitet och sedan noteringen har omsättningen årligen vuxit med 7% i genomsnitt och uppgick till ~12,4 miljarder kronor för räkenskapsåret 2023.

### Attraktiv position på en stabil marknad

Kärnan i affären bygger på integrerade fastighetstjänster (IFM) riktat till i huvudsak storföretag och myndigheter. 2023 stod IFM-kontrakt för 57% av omsättningen. Fördelen med IFM-upplägget är att det skapar en större komplexitet i leveransen av annars enkla tjänster såsom städning, vaktmästeri och personalmatsalar. Detta avspeglas i ett väsentligt lägre konkurrenstryck och lojalare kunder. Marknadssegmentet uppvisar dessutom en högre tillväxttakt än FM-marknaden som helhet. Den nordiska IFM-marknaden domineras av ett fåtal aktörer där Coor är marknadsledare med ~40% marknadsandel.

Historiskt har Coor varit skickliga på att behålla sina kunder. Det talar för ett konkurrenskraftigt tjänsteerbjudande och gynnar dessutom lönsamheten då mogna kontrakt ofta är mer lönsamma. 2023 uppgick omförhandlingsgraden till 62% (88% justerat för förlusten av Ericsson) och sedan börsnoteringen 2015 uppgår andelen förnyade kontrakt till nästan 90%.

Sverige utgör bolagets primära marknad och noterade 53% av omsättningen under 2023 följt av Danmark, Norge och Finland. Volym och densitet är viktigt för att skapa lönsamhet. Det syns inte minst om man ser till att regionerna med högst omsättning även är mest lönsamma. Det gör att den svenska marknaden i nuläget står för närmare 70% av rörelseresultat före koncerngemensamma kostnader.

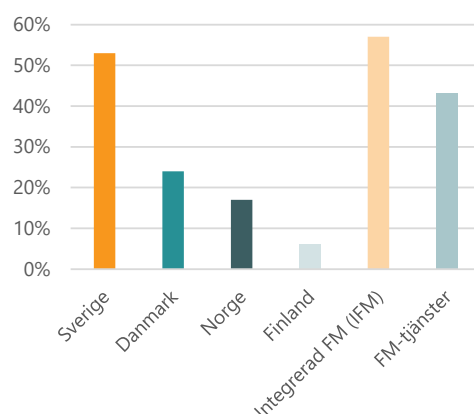
### Stabil verksamhet vars aktie passar för byrålådan

Coor har en imponerande historik och har över tid levererat på sina finansiella mål. Bolaget har även attraktiv affärsmodell med en flexibel kostnads massa och låg kapitalbindning som bäddar för en stark balansräkning och en hög utdelning.

Slutligen är förvärv en viktig komponent. Det är ett effektivt sätt att växa in i nya geografier. Coor har genomfört strax över ett dussin förvärv som tillsammans har bidragit med över 4 mdkr i omsättning. Generellt sett förvärvas bolagen till låga multiplar, vilket vittnar om en värdeskapande förvärvsstrategi. Det är särskilt värdefullt när marknadsutsikterna viker och prislapparna pressas.

## Sverige – tongivande marknad

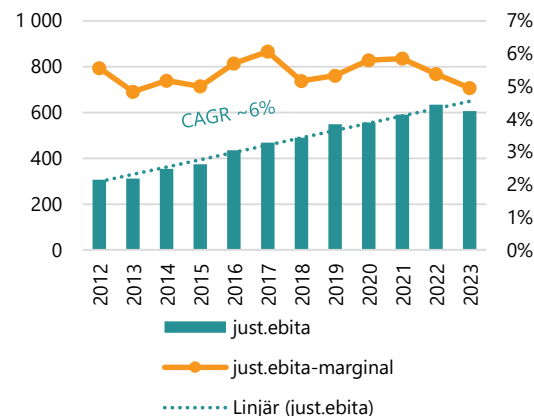
Försäljningsandel för respektive land samt andel IFM-kontrakt 2023.



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Historiskt stabil verksamhet

Justerat ebita-resultat (stapel, vänster), justerat ebita-marginal (linje, höger) 2012–2023.



Källa: Bolag, Analysguiden

## Mål inom affärsmässig hållbarhet

	Mål	Utfall 2023
Organisk tillväxt	4-5%	2%
Justerad EBITA-marginal	5,50%	4,9%
Kassagenerering	>90%	86%
Kapitalstruktur	<3,0x	2,5x

Källa: Bolaget

## 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](http://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