

## En tillfällig svacka

### Nettoomsättning och resultat under förväntan

Servicebolaget COOR presenterade en rapport för det tredje kvartalet 2024 som var under Analysguidens förväntan. Valutaneutralt backade nettoomsättningen med 0,5 procent och kom in på 2 943 mkr (3 016). Valutamotvind höll primärt tillbaka nettoomsättningen som totalt sett kom in på 2,6 procent under vår prognos. Det justerade rörelseresultatet kom in på 120 mkr (126), motsvarande en marginal på 4,1 procent (4,2). Det var 7 procent under vår prognos på 129 mkr. Den svagare marginalen förklaras framför allt av lägre effektivitet och rörliga volymer i Sverige och Danmark.

### Låga rörliga volymer höll tillbaka nettoomsättningen

Lägre rörliga volymer inom catering och konferens i Danmark och Sverige håller tillbaka nettoomsättningen. Det förväntas hålla i sig under det fjärde kvartalet varpå COOR aviserat personalneddragningar, å 70 personer, för att möta en svagare efterfrågan. Det är klart negativt men bör tilläggas att bolaget möter tuffa jämförelsetal i det avseendet. Uppmuntrande nog var kontraktssidan starkare och Coor har säkrat kontrakt till ett årligt värde uppemot 400 mkr. Kontraktspportföljen och nya kontrakt är trots allt en viktig aspekt att följa. I det avseendet har COOR levererat starkt under flera kvartal. Utvecklingen har dock maskerats av förlusten av Ericsson-kontraktet. Exkluderat nämnda förlust uppgår exempelvis den organiska tillväxten till 6 procent på den svenska marknaden. Det talar för en god underliggande efterfrågan samt att COOR fortsatt har ett konkurrenskraftigt erbjudande.

### Tillfällig svaghet – motiverat värde justeras till 47 kr

Efter rapporten justerar vi ned våra omsättning- och resultatprognoser med 1–3 respektive 5–10 procent för 2024p–2026p. Rapporten var svagare än väntat och aktien backade runt 15 procent på rapportdagen. Det är tydligt att marknads förtroende tryter efter flera kvartal med operationell motvind. Underliggande rör sig dock mycket åt rätt håll, framför allt på den svenska marknaden, vilken utgör runt 70 procent av resultatet. Kontraktspportföljen ökar och marginalen upprätthålls på hyggliga nivåer, även utan Ericsson kontraktet. Kortsiktigt kvarstår press från rörliga volymer men vi tolkar det som en normalisering och ett tecken på svag konjunktur snarare än något strukturellt. Överlag bedömer vi att COOR fortsatt har goda möjligheter att ta marknadsandelar och med marginalförbättringar mot bolagets finansiella mål räknar vi med en årlig just.EPS-tillväxt på 14 procent över nästkommande femårsperiod. Det tillsammans med en förväntad direktavkastning omkring 5 procent borde utgöra en attraktiv investeringsmöjlighet. Värderingen är låg och mot en normaliserad lönsamhet ger balansräkningen utrymme för generösa utdelningar, återköpsprogram eller förvärvsmöjligheter. Med stöd av kassaflodesmodell justeras vårt motiverade värde till 47 kronor motsvarande 12x nästa års justerade nettoresultat.

## Coor Service Management

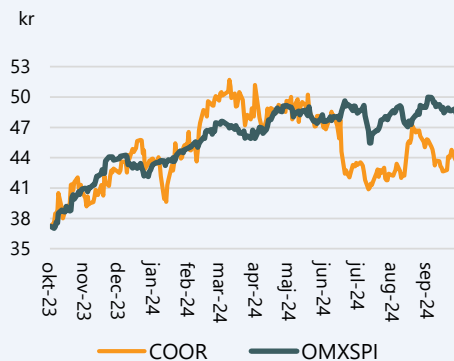
### Rapportkommentar – Q3 2024

Datum 6 november 2024  
Analytiker Oliver Uusitalo

### Basfakta

Bransch	Tjänster
Styrelseordförande	Mats Granryd
Vd	AnnaCarin Grandin
Noteringsår	2015
Listning	Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker	COOR
Aktiekurs	37 kronor
Antal aktier, milj.	95,8
Börsvärde, mkr	3 545
Nettoskuld, mkr	2 327
Företagsvärde (EV), mkr	5 827
Motiverat värde	47 kronor
Nästa rapport	2025-02-06

### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	11 789	12 443	12 514	12 900
Ebita-resultat	564	495	533	624
Just.ebita-resultat	633	606	608	674
Rörelseres. (ebit)	408	364	464	554
Nettoresultat	257	155	202	306
Just. Nettoresultat*	413	285	271	376
Vinst per aktie	2,7 kr	1,6 kr	2,1 kr	3,2 kr
Just. Vinst per aktie	4,3 kr	3,0 kr	2,8 kr	3,9 kr
Utd. per aktie	4,8 kr	3,0 kr	3,0 kr	3,2 kr
Omsättningstillväxt	17%	5,5%	0,6%	3,1%
Just. Ebita-marginal	5,4%	4,9%	4,9%	5,2%
Rörelsemarginal	3,5%	2,9%	3,7%	4,3%
Nettoskuld/just.ebitda	1,9	2,5	2,1	1,9
P/e-tal (just)	16	12	13	9
P/e-tal	25	23	18	12
EV/ebit	20	16	13	11
EV/just.ebita	13	10	10	9
EV/omsättning	0,7	0,5	0,5	0,5
Direktavkastning	7,0%	7,3%	8,1%	8,6%

\*Justerar 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

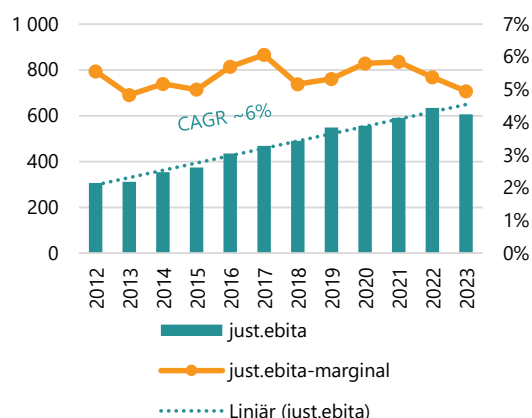
På kort sikt kan Coors tillväxttakt variera kraftigt, främst beroende på timing för större förvärv respektive utrullning av större kontrakt. När tillväxten ökar brukar marginalen falla tillbaka, för att sedan stiga i takt med att Coors effektiviseringar biter. På resultatnivå på årsbasis jämnar detta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

### Under ytan växer en fin lönsamhet

Coor bör noterades 2015 och ägdes dessförinnan av riskkapitalbolaget Cinven Funds. I samband med noteringen värderades tillgångar såsom kundkontrakt och varumärken upp och därefter har stora avskrivningar pressat vinsten. Detta samtidigt som Coor kontinuerligt haft ett stabilt och växande kassaflöde som möjliggjort för generösa utdelningar som ofta överstigit den redovisade vinsten. Det har lett till att Coor över en tioårsperiod har minskat det egna kapitalet samtidigt som omsättning och vinst har närapå fördubblats. Nu minskar avskrivningarna allteftersom och en mycket lönsam affärsmodell urskiljs. Den höga avkastningen på kapitalet vittnar om uthålliga konkurrensfördelar.

### Historiskt stabil verksamhet

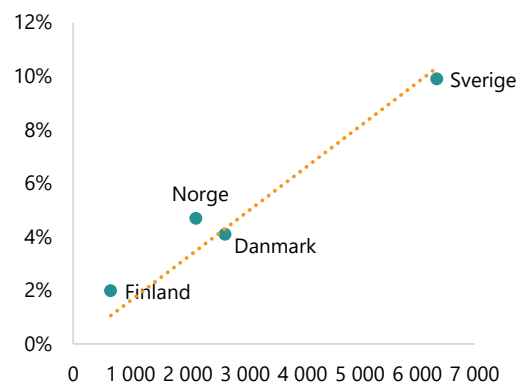
Justerat ebita-resultat (stapel, vänster), justerad ebita-marginal (linje, höger) 2012–2023.



Källa: Bolag, Analysguiden

### Marginalpotential i Norden

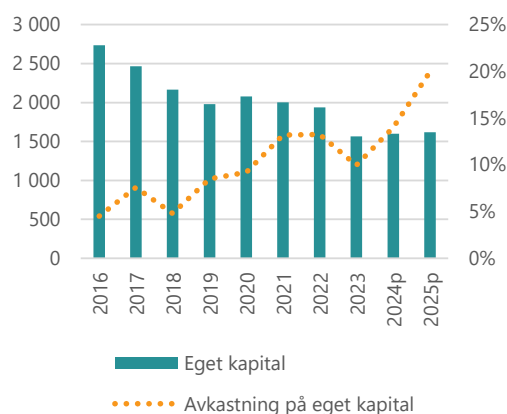
Omsättning per land (Mkr) & rörelsemarginal, 2022.



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Krymper sig i form

Eget kapital i mkr (stapel, vänster). Avkastning på eget kapital (linje, höger) 2016 – 2025p



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

## Utsikter & prognoser

### Säsongsmässigt svagt kvartal under förväntan

Nettoomsättningen i kvartalet kom in på 2 943 mkr (3 016), motsvarande en minskning med 2 procent. Justerat för valuta var den organiska tillväxten -0,5 procent, något under Analysguidens prognos. Däremot hade valuta en större negativ påverkan än väntat. Totalt sett kom nettoomsättningen in 2,6 procent under vår prognos.

Det är framför allt rörliga volymer i Danmark och Sverige som håller tillbaka nettoomsättningen. Ett tecken i tiden med tanke på den svaga konjunkturen där företag håller tillbaka på catering och konferenser. Det ska även tilläggas att COOR möter mycket tuffa jämförelsetal i det avseendet.

Även rörelseresultatet kom in under vår prognos. Det justerade rörelseresultatet (mätt som ebita) kom in på 120 mkr (126), motsvarande en marginal på 4,1 procent (4,2). Det var 7 procent under vår prognos på 129 mkr.

Det är framför allt en svagare marginal än väntat i Sverige och Danmark. Sverige har framför allt påverkats av lägre effektivitet än väntat inom Skaraborg Städ. Det förklaras av en viss förändring i arbetssätt efter fusionen, vilket har skapat ett högre resursuttag.

I Danmark förklaras den svagare lönsamheten av en överkapacitet som uppstått efter att bolaget avslutat en del kontrakt samt minskat inom rörliga volymer inom den offentliga sektorn. Mot bakgrund av den svagare efterfrågan avser bolaget minska personalstyrkan med ca 70 anställda i Sverige och Danmark, vilket belastade kvartalet med 27 mkr som jämförelsestörande poster.

Även om ovanstående sannolikt kommer påverka lönsamheten för det fjärde kvartalet negativt ser vi detta som temporära effekter.

Nettoresultatet justerat för nedskrivningar av varumärken och kundkontrakt uppgick till 32 mkr (59). Det motsvarade en minskning på 46 procent och var 40 procent under vår prognos.

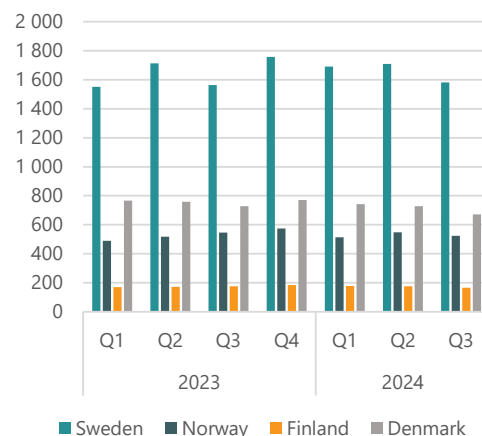
### Stärker kontraktportföljen

Uppmuntrande nog var kontraktssidan starkare i kvartalet och Coor har säkrat kontrakt till ett årligt värde uppemot 400 mkr. Det handlar framför allt om ett sexårigt avtal med Alleima samt ett avtal med Aker Solutions. Kontraktportföljen och nya kontrakt är viktigt att följa och i den aspekten har COOR levererat starkt under flera kvartal.

Utvecklingen har dock, som vi påpekat tidigare, maskerats av förlusten av Ericsson-kontraktet. Exkluderat nämnda förlust uppgår den organiska tillväxten till 6 procent på den svenska marknaden. Det talar för en god underliggande efterfrågan samt att COOR fortsatt har ett konkurrenskraftigt erbjudande.

### Svagt negativ tillväxt...

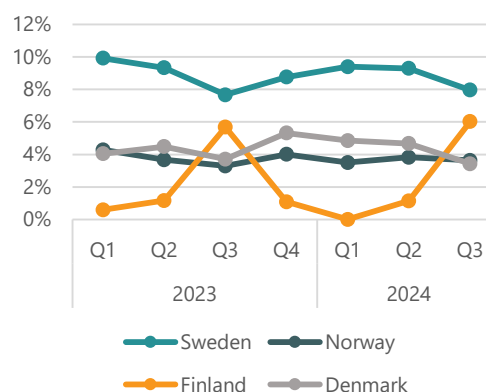
Nettoomsättning per land i mkr, Q1 2023 – Q3 2024.



Källa: Bolaget

### ... pressar marginalen

Ebitamarginal i % per land, Q1 2023 – Q3 2024.



Källa: Bolaget

## Ökat rörelsekapital håller tillbaka kassaflödet

Bortsett från en minskad försäljning och resultat, höll även en ökning av rörelsekapitalet tillbaka kassaflödet under kvartalet.

Operativt kassaflöde uppgick till 89 mkr (239) där förändring av rörelsekapital påverkade kassaflödet med -31 mkr (115). Det är primärt av tajming-effekt där kundfordringarna har ökat. Detta kommer reverseras under det fjärde kvartalet allteftersom COOR fakturerar ut upparbetade intäkter.

Kassagenereringen uppgick till 77 procent i kvartalet (93). Det svaga kassaflödet påverkade även nettoskulden som ökade till 2 327 mkr (1 987). Det motsvarar 2,7x justerat ebitda-resultat (2,4). Vi räknar med att nettoskulden kommer minska under nästa kvartal följt av en ökad fakturering och förbättrad lönsamhet.

## Tillfällig svaghet

Rapporten kom in under förväntan men vi tolkar svagheten till stor del som tillfällig. Sekventiellt kommer rörliga volymer sannolikt öka under Q4 när semestertider byts ut mot julfester och konferenser. Även om svagheten kommer vara fortsatt påtaglig under resterande delen av 2024.

Ökade rörliga volymer får en positiv effekt på marginalen och i takt med att åtgärdsprogrammet och personalneddragningar verkställs förväntar vi oss att rörelsemarginalen förbättras redan under Q4 men framför allt under 2025 och 2026. Likaså förväntar vi med ett starkare kassaflöde redan under det fjärde kvartalet.

Efter rapporten justerar vi ned våra omsättning- och resultatprognoser (se tabell intill). Det är dels en effekt av något återhållsamma rörliga volymer, dels en effekt av att flera företag planerar att minska kontorsytorna framgent. Trots en ökad beläggning på kontoren i spår av pandemin är hemarbete ett fortsatt utbredd beteende.

## Svårnavigerad marknad skapar möjligheter

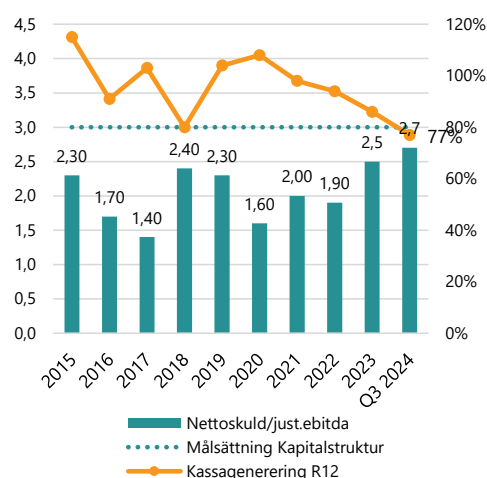
Baserat på externa branschrappporter räknar Analysguiden med att servicebehovet för kontorsytor kommer minska med drygt 10 procent över nästkommande treårsperiod som följd av att företag i stor utsträckning flyttar till mindre kontor där en lägre beläggning kräver färre servicetimmor per företag.

Vår vy är dock att den förändringen gör det mindre lönsamt för företag att inhysa servicetjänster internt, särskilt för mindre företag. Det borde leda till en ökad benägenhet att outsourca servicetjänster.

Den totala marknaden för fastighetsservice är till hälften outsourcad. En ökad andel outsourcade fastighetstjänster skulle spela COOR rakt i händerna. Lägg därtill att marknaden för fastighetstjänster är oerhört fragmenterad. Det skapar goda förutsättning för förvärv. Förvärv ingår inte våra prognoser men vi bedömer att COOR har utrymme att genomföra förvärva för 400–500 mkr per. Det skulle addera omkring 3–5 procent på omsättningstillväxten utan att balansräkningen skulle utgöra ett hot (se tabellen intill).

## BR fortsatt inom målsättningen

Nettoskuld/just.ebitda (stapel, vänster), målsättning (linje, vänster) och kassagenerering (linje, höger) 2015 – Q3 2024.



Källa: Bolaget

## Nedjusterade prognoser

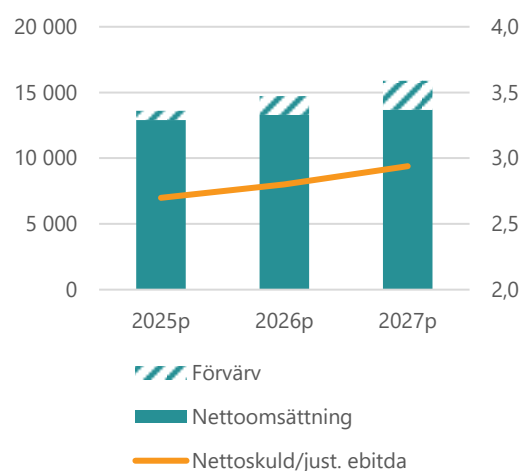
Prognosjusteringar efter Q3 2024 rapport.

	2024	2025	2026
Omsättning	-1,2%	-1,5%	-2,5%
Just.ebita	-3,1%	-3,3%	-3,8%
EPS	-9,7%	-4,9%	-5,0%

Källa: Analysguidens prognos

## Attraktivt förvärvsutrymme

Nettoomsättning prognos (stapel, vänster), förvärvsutrymme illustrativ (stapel, streckad) och nettoskuld/just.ebitda illustrativ (linje, höger) 2025p-2027p.



Källa: Analysguidens prognoser

## Låg värdering ger potential vid operationell vändning

Underliggande rör sig mycket åt rätt håll, framför allt på den svenska marknaden vilken utgör runt 70 procent av resultatet. Kontratsportföljen ökar och marginalen upprätthålls på hyggliga nivåer, även utan Ericsson kontraktet.

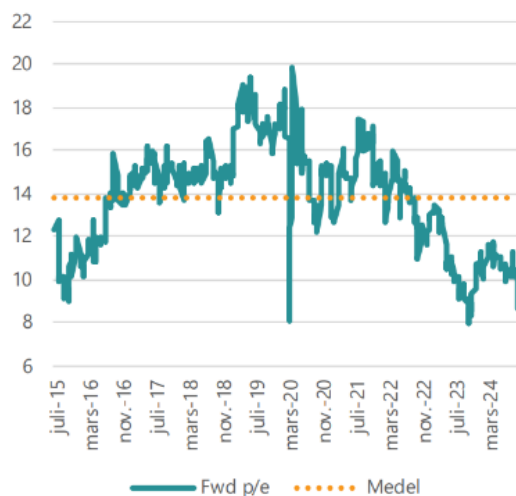
Kortsiktigt kvarstår press från rörliga volymer men vi tolkar det som en normalisering och ett tecken på svag konjunktur snarare än något strukturellt.

Vi tror att COOR har goda möjligheter att ta marknadsandelar och med marginalförbättringar mot bolagets finansiella mål räknar vi med en årlig just.EPS-tillväxt på 13 procent över nästkommande femårsperiod. Det tillsammans med en förväntad direktavkastning omkring 5 procent borde utgöra en attraktiv investeringsmöjlighet.

Med stöd av kassaflödesmodell justeras vårt motiverade värde till 47 kronor (50) motsvarande 12x nästa års justerade nettoresultat.

## Värdering under historiskt snitt

P/e-tal NTM



Källa: LSEG

## DCF-modell indikerar uppsida

Sammanfattning av Analysguidens kassaflödesmodell

<b>WACC</b>	<b>10%</b>
Snitttillväxt 2023-2027	2,4%
Snitttillväxt 2028-2032	3,0%
Evig tillväxttakt	2%
Genomsnittlig rörelsemarginal	4,6%
<b>Enterprise value, SEKm</b>	<b>6733</b>
Nettoskuld	2327
<b>Börsvärde, SEKm</b>	<b>4406</b>
Antal utestående aktier, milj	95,8
<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>46 kr</b>

Källa: Analysguidens prognoser

## 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.

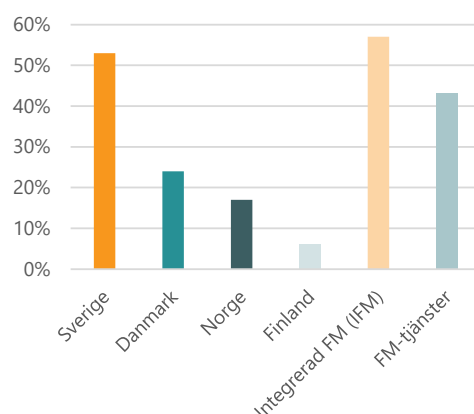
### Stabil verksamhet vars aktie passar för byrålådan

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

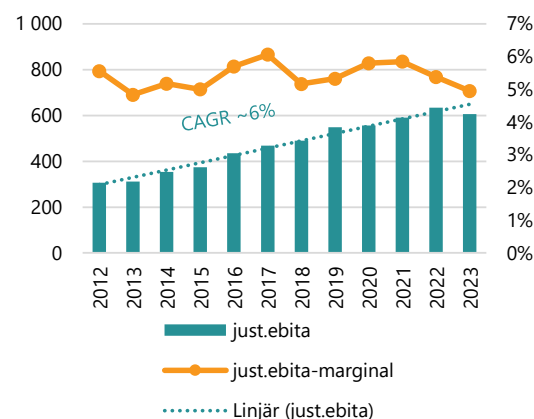
Försäljningsandel för respektive land samt andel IFM-kontrakt 2023.



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