

Märkligt låg värdering på stabila tillväxtbolaget

Ännu ett starkt kvartal på lönsamhetsidan

Trots att konsensusförväntningarna ”kommit ikapp” efter ett par överraskande stabila kvartal lyckades Coor ännu en gång överträffa förväntningarna. Det justerade ebita-resultatet landade på 140 miljoner kronor (127) under tredje kvartalet, vilket var klart över såväl Infronts konsensusprognos vid 118 miljoner som vår prognos vid 120 miljoner. Vinstökningen skall dessutom ses i ljuset av att omsättningen minskade med nära 8 procent till 2 297 miljoner kronor (2 490), drivet av -7 procent organisk tillväxt, -3 procent från valuta-effekter och +2 procent från förvärv.

Positiva tillväxtsignaler, men kortsiktig osäkerhet

Coor-aktien rusade 8 procent på den starka rapporten, men den stora frågan är om glädjen blir lika kortvarig som efter överraskningarna i samband med rapporterna för första och andra kvartalet. Som vi lyfte fram i vår preview är nyckeln till en uppvärdering att Coor lyckas övertyga investerarna att bolaget kan fortsätta att växa – såväl organiskt via nya kontrakt som via förvärv. Här ser vi positivt på att ledningen under rapportkonferensen talade om återstartade processer för större IFM-kontrakt samt ökad M&A-aktivitet på slutet. Risken finns dock att en andra covid-19-våg förlänger perioden med osäkerhet. Såväl fjärde kvartalet 2020 som första kvartalet 2021 riskerar att bli svaga på tillväxtsidan och kan möjligen fördröja en omvärdering av aktien.

Fallande skuldsättning skapar möjligheter

Vi gör bara mindre justeringar i våra estimat för 2020–2022, men behåller vår huvudtes att Coor går mot en normalisering redan nästa år. Aktien handlas då på attraktiva ev/ebita 12,5, justerat p/e 15,1 samt med en direktavkastning på 5,5 procent, vilket inte alls speglar bolagets historiskt stabila vinsttillväxt på ~9 procent per år eller möjligheterna att fortsätta i samma stil framåt via (1) en solid pipeline med nya potentiella affärer samt (2) en balansräkning som ger ett stort utrymme till nya värdeskapande förvärv. Vi upprepar vår riktkurs på 89 kronor, vilket speglar en återgång till att handlas med drygt 4 procents direktavkastning respektive ev/ebita på ~17.

Coor

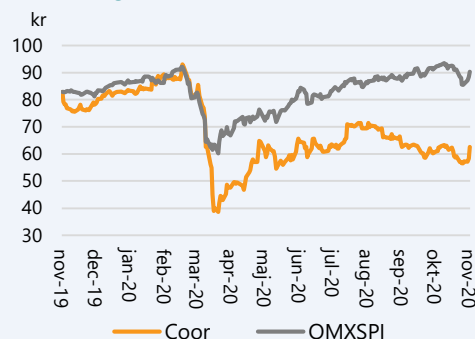
Kvartalsuppdatering

Datum 6 november 2020
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch Tjänster
Styrelseordförande Mats Granryd
Vd AnnaCarin Grandin
Noteringsår 2015
Listning Nasdaq OMX Mid Cap
Ticker COOR
Aktiekurs 63,70 kr
Antal aktier, milj. 95,81
Börsvärde, mkr 6 103
Nettoskuld, mkr 1 032
Företagsvärde (EV), mkr 7 135
Webbplats www.coor.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2019	2020p	2021p	2022p
Omsättning	10 313	9 630	10 300	10 800
Just. ebita	549	549	570	590
Rörelseres. (ebit)	299	314	350	380
Resultat f. skatt	228	249	285	315
Nettoreultat	169	187	214	236
Just. nettoreultat	355	382	404	416
Just. vinst per aktie	3,71 kr	3,98 kr	4,21 kr	4,34 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	3,50 kr	4,00 kr	4,25 kr
Omsättningsstillväxt	8,7%	-6,6%	7,0%	4,9%
Just. ebita-marg.	5,3%	5,7%	5,5%	5,5%
Nettoskuld/ebitda	2,3	1,9	1,6	1,4
P/e-tal (just.)	17,2	16,0	15,1	14,7
EV/just. ebita	13,0	13,0	12,5	12,1
EV/ebit	23,9	22,7	20,4	18,8
EV/omsättning	0,69	0,74	0,69	0,66
Direktavkastning	0,0%	5,5%	6,3%	6,7%

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. 2019 stod denna affär för 61 procent av intäkterna. 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 att IFM-marknaden i Norden domineras av endast tre aktörer där Coor med sina cirka 40 procents marknadsandel är störst.

Stabila vinstökningar och fina kassaflöden

På kort sikt kan Coors tillväxttakt variera kraftigt, främst beroende på timing för större förvärv respektive uttrullning av större kontrakt. När tillväxten ökar brukar marginalen falla tillbaka, för att sedan stiga i takt med att Coors effektiviseringar biter (se diagram). Kortsiktigt kan aktiemarknaden ha svårt för denna typ av mönster, men noterbart är att dessa effekter på årsbasis och över tid har tagit ut varandra. Sedan 2012 har Coors justerade ebita-resultat ökat väldigt stabilt med en genomsnittlig årlig ökning på nära 9 procent (se diagram). Den relativt konjunkturokänsliga affären, där abonnemang-intäkterna står för cirka 75 procent av intäkterna, är dessutom kapitallätt med starka kassaflöden. Det möjliggör generösa utdelningar.

Stor potential i nordisk expansion

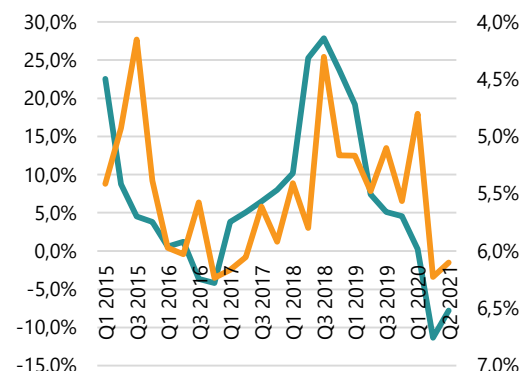
Marknaden för IFM-tjänster beräknas enligt bolaget växa med cirka 5 procent per år, en nivå Coors organiska tillväxt överskridit under fyra av de fem senaste åren. Bolagets finansiella mål är en justerad ebita-marginal på cirka 5,5 procent, men på den mer mogna svenska marknaden når Coor cirka 9 procent. I takt med att bolaget ökar volymerna på övriga marknader i Norden finns i våra ögon en upp-dämd långsiktig marginalpotential (se diagram).

Fortsatta förvärv till låga multiplar stärker caset

Coor har en framgångsrik förvärvsstrategi där bolaget typiskt sett förvärvat ett bolag inriktat på en FM-tjänst, exempelvis lokalvård. Förvärvsmultiplerna är typiskt sett väsentligt lägre än Coors och faller ytterligare när synergier utvunnits. Senaste stora förvärvet, Norrlands Miljövård, förvärvades exempelvis till ev/ebita på knappt 8, vilket beräknades falla till nästan 6 efter utvunna synergier. På detta sett kan Coor dra nytta av det så kallade multipelarbiteraget. Kortsiktigt finns ett stort förvärvsutrymme givet en nettoskuld/ebitda på 1,9 relativt målsättningen att ligga under 3,0.

Tillväxt och marginal fluktuerar...

Tillväxttakt i årstakt (grön, vänster) vs. just. ebita-marginal*

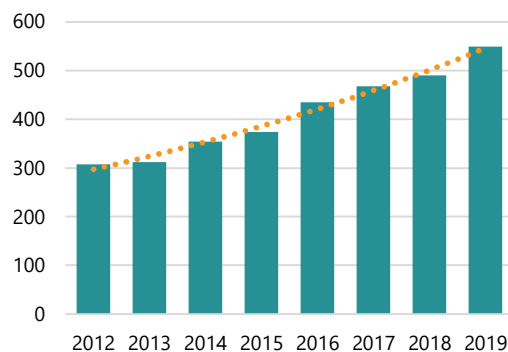


Källa: Bolaget, Analysguiden

*Observera: inverterad skala på höger Y-axel

...men ger stabila vinstlyft över tid

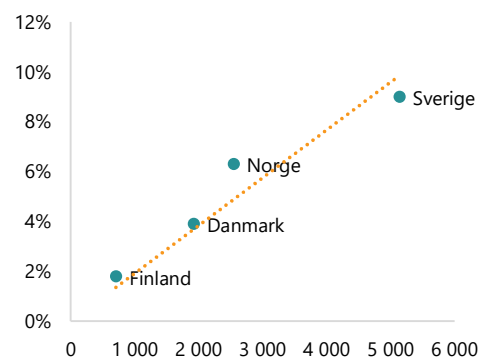
Justerat ebita-resultat (Mkr) 2012–2019



Källa: Bolaget, Analysguiden

Marginalpotential i Norden

Omsättning per land (Mkr) & just. ebita-marg. 2019



Källa: Bolaget, Analysguiden

Utfall och prognoser

Återigen ett kvartal med imponerande lönsamhet

Coors tredje kvartalet blev i mångt och mycket en fortsättning på de två första kvartalen: bolaget lyckades väldigt väl med att kompensera vikande intäkter med besparingar, vilket totalt sett inneburit att vinsten ökat och lönsamheten stärkts trots covid-19-pandemin. Organisk tillväxt på -7 procent under tredje kvartalet resulterade i 10 procents tillväxt för det justerade ebita-resultatet. Det skall dock påängteras att Coor gynnats av olika statliga stödpaket, främst permitteringsstöd.

Utfall Q3 2020 vs. Q3 2019

Omsättning, Mkr	Q3 2019	Q3 2020	Förändring
Sverige	1 201	1 158	-3,6%
Norge	638	495	-22,4%
Danmark	487	487	0,0%
Finland	165	156	-5,5%

Koncernen

Just. EBITA, Mkr	Q3 2019	Q3 2020	Q2 2020p
Sverige	91	106	16,5%
Norge	44	33	-25,0%
Danmark	20	21	5,0%
Finland	9	14	55,6%
Koncerngemensamt	-37	-34	

Koncernen

Källa: Bolaget.

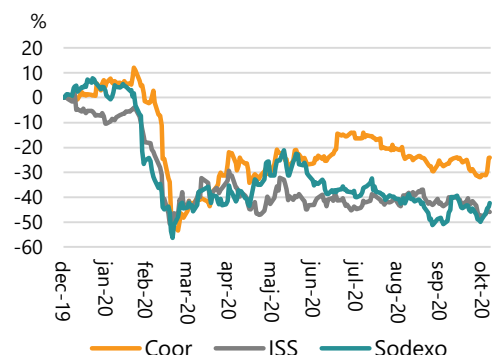
Sverige överraskade positivt framförallt på lönsamhetssidan, där det justerade ebita-resultatet på 106 miljoner kronor var klart över vår prognos på 94 miljoner. Återigen övertygade Coor med sitt starka kostnadsfokus och imponerande effektiviseringsarbete. Lägg därtill att covid-19-pandemin ökat efterfrågan på bland annat lokalvård och säkerhet, vilket kompenserat tapp inom mat och dryck.

Norge fortsätter att vara marknaden som påverkats hårdast av covid-19-pandemin. Den organiska tillväxten på -13 procent under tredje kvartalet var dock en viss förbättring jämfört med andra kvartalets -17 procent. Adderas negativa valutaeffekter på -9 procent under kvartalet var det starkt av Coor att hålla den justerade ebita-marginalen på 6,6 procent (6,9).

Efter ett väldigt starkt andra kvartal med 6,1 procents ebita-marginal hade vi skruvat upp förväntningarna i **Danmark**. Marginalen under tredje kvartalet landade dock på 4,3 procent (4,1), vilket var under våra förväntningar. Den svaga lönsamheten förklaras av att Coor helt lämnat de statliga stödåtgärderna till förmån för permanenta kostnadsänkningar, något som ger tillfälligt högre kostnader.

Överlägset bäst i klassen i år

Kursutv. för Coor, Sodexo och ISS sedan årsskiftet



Källa: Refinitiv, Analysguiden

Hög direktavkastning lockar

Prognoser och nyckeltal, siffror i Mkr

Prognoser & Nyckeltal, mkr	2019	2020p	2021p	2022p
	Omsättning	10 313	9 630	10 300
Just. ebita	549	549	570	590
Rörelseres. (ebit)	299	314	350	380
Resultat f. skatt	228	249	285	315
Nettoresultat	169	187	214	236
Just. nettoresultat	355	382	404	416
Just. vinst per aktie	3,71 kr	3,98 kr	4,21 kr	4,34 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	3,50 kr	4,00 kr	4,25 kr
Omsättningstillväxt	8,7%	-6,6%	7,0%	4,9%
Just. ebita-marg.	5,3%	5,7%	5,5%	5,5%
Nettoskuld/ebitda	2,3	1,9	1,6	1,4
P/e-tal (just.)	17,2	16,0	15,1	14,7
EV/just. ebita	13,0	13,0	12,5	12,1
EV/ebit	23,9	22,7	20,4	18,8
EV/omsättning	0,69	0,74	0,69	0,66
Direktavkastning	0,0%	5,5%	6,3%	6,7%

Källa: Analysguiden (prognoser), bolaget

Det stora utropstecknet under kvartalet var **Finland** där den justerade ebita-marginalen steg till 8,9 procent (5,6 procent). Nedstängda lågmarginalkontrakt och ett nytt kontrakt med OP Group förklarar en del, men det är också så att hanteringen av semesterlöner gör att tredje kvartalet av hävd är det klart starkaste i Finland. Ledningen flaggade för att den rullande tolv månaders siffran på 3,3 procent är mer relevant.

Vid utgången av första kvartalet ca 2 300 av Coors anställda berörda av främst permitteringar, men även uppsägningar. Vid halvårsskiftet var den siffran cirka 1 500 personer. I linje med våra förväntningar hade den siffran fallit ytterligare till cirka 700 personer. Det är positivt ur två aspekter: dels är det viktigt att visa att Coor kan leverera stabila resultat även utan att vara väldigt beroende av statliga stödåtgärder (som kanske inte är tillgängliga på lång sikt i framförallt Sverige), dels att det ökar sannolikheten att Coor snart jobbar utan statliga stödåtgärder och då kan återgå till att bjuda aktieägarna på generösa utdelningar.

Tillväxten i fokus framåt

På tillväxtsidan har 2020 i mångt och mycket inneburit en paus för Coor. Nya stora kontrakt har lyst med sin frånvaro. Även på förvärvssidan har det varit stiltje trots ett stort förvärvsutrymme. På rapportkonferensen talade ledningen emellertid om att flera processer rörande större IFM-kontakt återstartat, vilket är väldigt positivt. Lägg därtill ökad M&A-aktivitet. Nya vd:n AnnaCarin Grandin talade på rapportkonferensen om flera fall där potentiella säljare hört av sig till Coor på slutet. Allt detta stärker vår tes om att Coors tillväxtsvacka bara är tillfällig.

På temat "kontorsdöd" noterade danska konkurrenten ISS i sin halvårsrapport att kundernas behov förändrats på senare år, exempelvis via tillväxt för så kallade aktivitetsbaserade kontor där de anställda inte har en fast plats. För ISS har detta inneburit en kraftigt minskad kontorsyta att betjäna (ner hela 60 procent 2013–2019). Men förändrade behov hos kunderna och ökad komplexitet i leveransen av FM-tjänster gjorde att ISS ändå växte med 10 procent organiskt under 2013–2019.

Oron att en "kontorsdöd" ska påverka Coors affär framstår i våra ögon som överdriven. Viktigt att beakta är också att det typiskt sett är vissa tjänstemannayrken som lämpar sig för hemarbete. Coor har många stora kunder inom offentlig sektor (t.ex. Karolinska i Solna, Aarhus sjukhus, danska polisen) och industrin (t.ex. AB Volvo, Volvo Cars och Saab) där hemarbete inte är ett alternativ för många anställda. Med det sagt är det ändå troligt att Coors efterfrågan inom framförallt mat och dryck kommer påverkas negativt framöver av mer hemarbete på tjänstemannansidan.

Kortsiktig osäkerhet vs. långsiktiga möjligheter

Vi gör bara mindre justeringar i våra estimat för 2020–2022, men behåller vår huvudtes att Coor går mot en normalisering redan nästa år.

På kort sikt är det troligt att fjärde kvartalet i mångt och mycket blir en fortsättning på det vi sett under året – negativ organisk tillväxt som hanteras väldigt väl. CFO Klas Elmberg var på rapportkonferensen tydlig med att bolagets mål är att lämna permitteringssystemen helt under fjärde kvartalet, vilket vore väldigt positivt. Huruvida den ambitionen blir verklighet beror sannolikt på kraften i den andra covid-19-vågen.

Våra prognoser bygger på att covid-19-effekterna börjar ebba ut under första kvartalet 2021. Coor lär då återgå till organisk tillväxt och vi ser potential till höjda prognoser om bolaget levererar något eller några större IFM-kontrakt/förvärv under 2021, vilket vi håller för troligt givet ledningens kommentarer på rapportkonferensen.

Återgår Coor till att vara ett bolag som stabilt ökar rörelseresultatet med ungefär 9 procent per år och dessutom bjuder på generösa utdelningar förtjänar aktien definitivt en premievärdering på börsen. Så är fallet inte nu vid ev/just. ebita på 12,5 respektive ett p/e-tal på 15,1. Aktien erbjuder i våra ögon en synnerligen attraktiv risk/reward på nuvarande nivåer och vi upprepar riktkursen 89 kronor, motsvarande ev/ebita 17 respektive drygt 4 procents direktavkastning.

Risker

Coor har dragit stor nytta av statligt stöd under krisen, främst permitteringssystem. Vi ser klart positivt på ledningens ambition att lämna dessa system under fjärde kvartalet, men risken finns att den andra vågen i covid-19-pandemin blir så kraftig att bolaget fortsatt har ett behov av permitteringar.

I ett sådant scenario finns det dels politiska risker (t.ex. kommer permitteringssystemet i Sverige att förlängas till 2021 och med vilka villkor?), dels risker relaterade till Coors utdelningsförmåga. Om pandemin sträcker sig över årsskiftet och Coor fortsätter nyttja det svenska permitteringssystemet 2021 (givet en förlängning) finns risken att bolaget måste ställa in utdelningen även nästa år, trots god utdelningskapacitet. Eftersom den generösa utdelningen är en av Coor-aktiens förtjänster finns det en risk att ytterligare ett år med inställd utdelning håller tillbaka intresset för aktien.

Kortsiktigt ser vi också en risk att en andra våg i pandemin ytterligare kommer försena nya affärer och förvärv, trots att Coor fortsatt sitter på en bra pipeline samt noterat ökad M&A-aktivitet. En kortsiktigt försämrad organisk tillväxt riskerar samtidigt att öka investerarnas farhågor om Coors långsiktiga tillväxtutsikter.

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