

# Nytt attraktivt förvärv motiverar höjd riktkurs

## Q3: god organisk tillväxt och fortsatt stark lönsamhet

Under tredje kvartalet överraskade Coor återigen med oväntat starka siffror. Omsättningen steg med nära 6 procent, varav 5 procent organisk tillväxt, till 2 428 miljoner kronor (2 297). Det justerade ebita-resultatet steg samtidigt med 8 procent till 150 miljoner (140), vilket motsvarar en marginal på 6,2 procent – väl över det finansiella målet vid 5,5 procent. Norge var det stora utropstecknet med 22 procents tillväxt och 30 procents vinsttillväxt, men det kommer reverseras under fjärde kvartalet när ett av avtalen med norska oljefjätten Equinor löper ut. Det tappet (~500 Mkr på årsbasis) vägs dock mer än väl upp av Coors två stora förvärv under andra halvåret med en total årsomsättning på ~1,2 miljarder.

## Nytt stort förvärv i Sverige till låga multiplar

Dagen innan niomånadersrapporten aviserade Coor ett nytt stort förvärv. Inspira, som Coor förvärfvar för 380 miljoner kronor, omsätter cirka 700 miljoner kronor med en ebita-marginal på knappt 7 procent. Det ger en förvärvsmultipl på attraktiva ~8x, vilket är ungefär hälften av Coors egen värdering. Lägg därtill att synergier väntas ta ner förvärvsmultiplerna till ~6x under 2023. Förvärvet ser mycket attraktivt ut och vi ser klart positivt på att ledningen fått upp förvärvstempot rejält efter en paus under det pandemityngda 2020. Skuldsättningsgraden långt under det finansiella målet ger samtidigt ledningen ett fortsatt stort utrymme för nya affärer.

## Höjda prognoser och uppjusterad riktkurs till 105 kr

I spåren av ett något starkare tredje kvartal än vi räknat med, men framför allt förvärvet av Inspira justerar vi upp våra omsättnings- och vinstprognoser för i synnerhet 2022–2023. Coor kombinerar i våra ögon börsens kanske mest stabila vinsttillväxt, driven av såväl organisk tillväxt som förvärv till attraktiva multiplar, med en generös utdelningspolicy som ger en direktavkastning på omkring 5 procent. Även om Coor aldrig lär bli en typisk serieförvärfvare, vilka investerarna för närvarande åsätter extremt höga värderingar för tillfället kring 30x ebita, är vår bild att marknaden fortsatt underskattar bidraget som förvärv ger till koncernens vinsttillväxt. Vår nya riktkurs på 105 kronor (90) utgår ifrån en värdering på 17 gånger ebita-resultatet 2022 och ett justerat p/e-tal på cirka 20.

## Coor

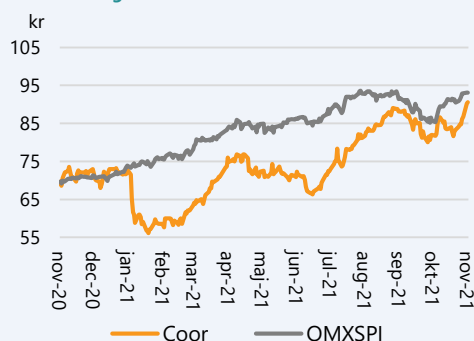
### Kvartalsuppdatering – Q3 2021

Datum 11 november 2021  
Analytiker Johan Högberg

### Basfakta

Bransch Tjänster  
Styrelseordförande Mats Granryd  
Vd AnnaCarin Grandin  
Noteringsår 2015  
Listning Nasdaq OMX Mid Cap  
Ticker COOR  
Aktiekurs 90,55 kr  
Antal aktier, milj. 95,81  
Börsvärde, mkr 8 676  
Nettoskuld, mkr 1 403  
Företagsvärde (EV), mkr 10 079  
Webbplats www.coor.com

### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2020	2021p	2022p	2023p
Omsättning	9 591	9 980	11 350	11 920
Just. ebita	556	615	675	695
Rörelseres. (ebit)	318	395	445	465
Resultat f. skatt	252	335	385	410
Nettoresultat	191	258	296	316
Just. nettoresultat	384	448	496	516
Just. vinst per aktie	4,01 kr	4,68 kr	5,18 kr	5,38 kr
Utd. per aktie	4,40 kr	4,40 kr	4,75 kr	5,00 kr
Omsättningsstillväxt	-7,0%	4,1%	13,7%	5,0%
Just. ebita-marg.	5,8%	6,2%	5,9%	5,8%
Nettoskuld/ebitda	1,6	2,0	1,7	1,6
P/e-tal (just.)	22,6	19,4	17,5	16,8
EV/just. ebita	18,1	16,4	14,9	14,5
EV/ebit	31,7	25,5	22,6	21,7
EV/omsättning	1,05	1,01	0,89	0,85
Direktavkastning	4,9%	4,9%	5,2%	5,5%

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 har de senaste åren stått för ~60 procent 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 samt att IFM-marknaden i Norden domineras av endast tre aktörer med Coor som marknadsledare.

### 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. På resultatnivå på årsbasis jämnar detta emellertid ut sig och Coors stabilitet blir tydlig. Sedan 2012 har Coors justerade ebita-resultat ökat väldigt stabilt med en genomsnittlig årlig ökning på över 8 procent (se diagram). Den relativt konjunkturokänsliga affären, där abonnemangsinträden står för cirka 75 procent av intäkterna, är dessutom kapitallett med starka kassaflöden. Det möjliggör generösa utdelningar.

### Stor potential till organisk tillväxt i Norden

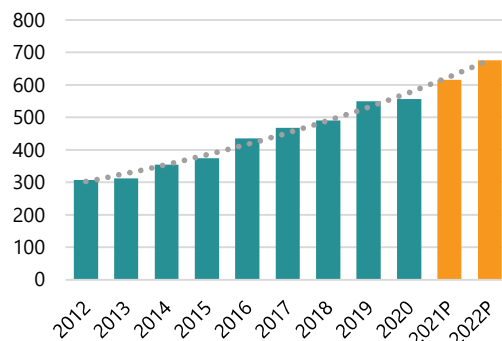
Marknaden för IFM-tjänster beräknas enligt bolaget växa med cirka 5 procent per år. Bolagets finansiella mål är en justerad ebita-marginal på cirka 5,5 procent, men på den mer mogna svenska marknaden når Coor 9–10 procent. I takt med att bolaget ökar volymerna på övriga marknader i Norden finns i våra 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. Den tesen stärks av att ledningen talar om en stark pipeline och under första halvåret 2021 levererat två nya stora kontrakt med PostNord respektive DSB.

### Förvärv till låga multiplar stärker caset

Coor har en framgångsrik förvärvsstrategi där bolaget oftast förvärva ett bolag inriktat på en FM-tjänst, exempelvis lokalvård. Förvärvsmultiplerna är typiskt sett väsentligt lägre än Coors (se diagram), vilket gör att Coor kan dra nytta av det så kallade multipelarbiteraget. Typiskt sett faller multiplerna dessutom ytterligare när synergier utvunnits. Efter en förvärvspaus under det pandemipåverkade 2020 har 2021 bjudit på en rekordhög förvärvstakt. Summerat har Coor de senaste fyra åren förvärvat en omsättningstillväxt på cirka 6 procent per år (se tabell på s. 4). Kortsiktigt finns dessutom fortsatt ett betydande förvärvsutrymme givet en nettoskuld/ebitda på cirka 2,0, vilket skall ställas mot målsättningen att ligga under 3,0.

### Börsens mest stabila vinsttillväxt?

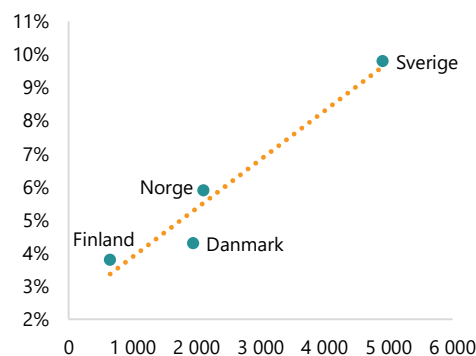
Justerat ebita-resultat (Mkr) 2012–2022P



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)  
Not: Grå linje är exp. trend (~8% per år)

### Marginalpotential i övriga Norden

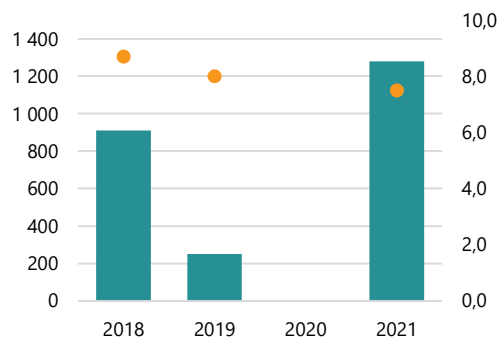
Omsättning per land (Mkr) & just. ebita-marg. 2020



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Rekordhög förvärvstempo

Förvärvat oms. Mkr (stapel, vä) & snittmultipl\* (punkt, hö)



Källa: Bolaget, Analysguiden

\*Ungefärlig siffra, exkl. synergier utifrån bolagets pressreleaser. Efter synergier faller förvärvsmultiplerna typiskt sett till omkring 5–7.

## Utfall och utsikter

### Q3: fortsatt organisk tillväxt med stark lönsamhet

Coors tredje kvartal kom in något över våra förväntningar. Omsättningen ökade med nära 6 procent till 2 428 miljoner kronor (2 297), varav 5 procent organisk tillväxt. Det justerade ebita-resultatet ökade samtidigt med 8 procent till 150 miljoner (140), motsvarande en marginal på 6,2 procent (6,1). Vi hade räknat med knappt 5 procents tillväxt och en justerad ebita-marginal på 5,9 procent.

Som väntat drevs tillväxten främst av Norge där olje- och gasindustrin utvecklas starkt. Den organiska tillväxten i Norge var hela 16 procent under tredje kvartalet, men det förlorade kontraktet med oljejätten Equinor kommer att tynga utvecklingen från det fjärde kvartalet. Danmark levererade också en hälsosam organisk tillväxt på 6 procent.

På största marknaden Sverige var den organiska tillväxten bara 1 procent och i Finland var den 0 procent. På rapportkonferensen talade ledningen bland annat om att många ännu inte återvänt till kontoren i Sverige, trots slopade restriktioner från slutet av september. Den stora pandemiåterhämtningen inom framför allt mat- och dryckessegmentet ser ut att dröja något, i synnerhet som smittspridningen för närvarande ökar på flera håll i Europa.

### Kröner 2021 med ännu ett stort förvärv

Dagen innan niomånadersrapporten aviserade Coor förvärvet av Inspira – ett bolag som levererar arbetsplats servicetjänster med fokus på lokalvård i Mellansverige.

Coor betalar 380 miljoner kronor, justerat för kassa och skulder, för ett bolag som omsätter cirka 700 miljoner per år med ett ebita-resultat kring 50 miljoner, vilket ger en förvärvsmultipl på cirka 8. Efter synergier räknar Coor med att förvärvsmultiplerna 2023 faller till cirka 6.

Förvärvet påminner i hög grad om förvärvet av Norrlands Miljövård 2019 – såväl sett till verksamhetsinriktning som sett till förvärvsmultiplar (se tabell på nästa sida). Att lokalvård är ett tjänsteslag med något högre lönsamhet, vilket tydligt syns i Coors siffror under pandemin, gör att förvärvet i våra ögon bidrar till att stärka Coors långsiktiga lönsamhetspotential en aning (med uppåt 0,1 procentenheter räknat utifrån Coors finansiella mål om 5,5 procents ebita-marginal).

Med tre förvärv under 2021 har ledningen tydligt visat att Coor är tillbaka i förvärvsspåret efter ett pandemipåverkat 2020 utan några affärer. Sett i ett fyraårsperspektiv är den förvärvade tillväxten cirka 6 procent per år – knappast i nivå med börsens serieförvärvare, men då skall också beaktas att Coor växer hälsosamt organiskt, vilket inte är fallet med många av börsens högt värderade serieförvärvare.

### Norge klart starkast under kvartalet

Utfall Q3 2021 vs. utfall Q3 2020

Omsättning, Mkr	Q3 2020	Q3 2021	Förändring
Sverige	1 158	1 164	0,5%
Norge	495	603	21,8%
Danmark	487	508	4,3%
Finland	156	155	-0,6%
<b>Koncernen</b>	<b>2 297</b>	<b>2 428</b>	<b>5,7%</b>
Just. EBITA, Mkr	Q3 2020	Q3 2021	Förändring
Sverige	106	119	12,3%
Norge	33	43	30,3%
Danmark	21	23	9,5%
Finland	14	13	-7,1%
Koncerngemensamt	-34	-47	38,2%
<b>Koncernen</b>	<b>140</b>	<b>150</b>	<b>7,1%</b>

Källa: Bolaget.

## Proppen ur på förvärvsfronten efter pandemipaus under 2020

Coors förvärv de senaste fyra åren

Aviserat	Tillträdesdag	Förvärv	Land	Oms. MSEK	Köpeskilling	Förvärvs-multipel	Förvärvsmultipel inkl. synergier
2018-01-09	2018-02-01	OBOS Eiendomsdrift AS	Norge	Ca 70	47 MNOK	6x EBITA	<5x EBITA
2018-01-10	2018-02-23	Elite Miljø A/S	Danmark	Ca 700	220 MDKK	11x EBITA	<7x EBITA
2018-05-29	2018-07-02	West Facility Management AS	Norge	Ca 140	95 MNOK	Ca 9x EBITA	<6x EBITA
2019-09-27	2019-10-31	Norrlands Miljövård AB	Sverige	Ca 250	185 MSEK	Ca 8 x EBITA	Ca 6x EBITA
[Inga förvärv under det pandemipåverkade 2020]							
2021-02-10	2021-03-01	R & K Service AS	Norge	Ca 80	65 MSEK	Ca 7x EBITA	Ca 5x EBITA
2021-07-19	2021-09-30	Veolia Technical Management	Sverige	Ca 500	180 MSEK		
2021-11-09	Q4 2021	Inspira AB	Sverige	Ca 700	380 MSEK	Ca 8x EBITA	Ca 6x EBITA

**Summa ca 2 440 Mkr på ca 4 år ~610 Mkr/år ~6% förvärvad tillväxt per år**

Källa: Bolaget, Analysguiden

### Utrymme för höjt marginalmål på sikt?

Även om ledningen är tydlig med att den stärkta lönsamheten under pandemin högst sannolikt inte är långsiktigt hållbar, framför allt då en normalisering ger en negativ mixförändring med ökade mat- och dryckesvolymerna och lägre efterfrågan på lokalvård, finns det ändå i våra ögon faktorer som talar för att Coor kan komma att sikta högre på sikt.

För det första kan pandemin ha lett till förändrade beteenden (ökat hemarbete och ökat fokus på hygien), vilket gör att den positiva mixförändringen åtminstone delvis kan vara permanent. För det andra har Coors två senaste stora förvärv (Veolia Technical Management och Inspira) båda en högre lönsamhet än koncernen, vilket vi illustrerade i fallet Inspira ovan. Lägg slutligen till att högre volymer och ökad "densitet" i tjänsteleveranserna ger utrymme för bättre lönsamhet, tydligt illustrerat av diagrammet på s. 2. I takt med att Coor växer på alla nordiska marknader borde även det ge ett bidrag till lönsamheten.

Ända sedan börsintroduktionen 2015 har Coors lönsamhetsmål varit en justerad ebita-marginal ~5,5 procent. Även om vi inte räknar med någon kortsiktig förändring finns det åtminstone förutsättningar på sikt för en höjning till ~6,0 procent.

### Höjd rikt Kurs till 105 kronor (90)

Coors förvärv av Inspira i kombination med ännu ett starkt kvartal har fått kursen att nå vår tidigare rikt Kurs på 90 kronor. Bolaget går nu mot tvåsiffrig vinsttillväxt 2022 samtidigt som balansräkningen ger utrymme för nya förvärv och en stark pipeline borde ge resultat i form av nya stora kontrakt. Vi ser utrymme för höjda prognoser för 2022, men i synnerhet 2023. Vår nya rikt Kurs på 105 kronor (90) utgår ifrån en värdering på 17 gånger ebita-resultatet 2022 och ett justerat p/e-tal på cirka 20.

## Hållbarhet

De senaste åren har hållbarhetsfrågor blivit allt viktigare bland börsbolagen. Utvecklingen kommer i spåren av att institutionella ägare börjat ta allt större hänsyn till hållbarhetsfrågor i sina investeringsbeslut. De tydligaste effekterna syns i branscher som exempelvis spel och dobbel och olja/gas, där allt fler institutioner helt undviker att investera av etiska skäl. De företagen får då ofta se pressade värderingar och försämrade finansieringsmöjligheter.

Den andra sidan av myntet är att bolag med stark hållbarhetsprofil i stället kan åtnjuta ökad efterfrågan från investerarna med högre värderingar och förbättrade finansieringsmöjligheter. För tillfället är detta tydligast inom bolag med tydlig miljöprofil (exempelvis bolag inom förnyelsebar energi och energieffektivisering).

Framåt finns det inga skäl att tro att denna trend inte kommer att stärkas, och då lär fokus öka på de andra bitarna och då inte minst S:et i ESG – den sociala delen. För Coor, där svenska och internationella institutioner står för hela 74 procent av ägandet, är det därför viktigt att leverera ett ambitiöst och trovärdigt hållbarhetsarbete.

Av årsredovisningen för 2020 framgår att Coor utmärker sig positivt på flera sätt. Exempelvis är fördelningen bland cheferna nästan exakt 50/50 mellan män och kvinnor. Vidare kan Coor spela en viktig roll i integrationsarbetet, då bolaget erbjuder många enkla jobb som kan vara första arbetet för invandrare. Slutligen har Coor ambitiösa miljömål då bolaget siktar på att halvera sitt klimatavtryck till 2025.

### 2021: fokus på elbilar och guldstämpel hos EcoVadis

Under andra kvartalet 2021 aviserade Coor ett första steg mot en helt elektrifierad fordonsflotta, där bolagets förmånsbilar framöver kommer att vara elbilar.

I slutet av september aviserades att Coor har tilldelats guld i EcoVadis årliga internationella ranking. EcoVadis är ett oberoende analysbolag som årligen analyserar och utvärderar företags hållbarhetsarbete utifrån 21 kriterier inom områdena miljö, arbetsvillkor, mänskliga rättigheter och hållbara inköpsprocesser.

## 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.

Som jämförelse bedömer danska konkurrenten ISS i stället att antalet kvadratmeter som bolaget levererar tjänster till minskar med 10–15 procent under de närmaste tre åren, drivet av en strukturell ökning för hemarbetet. Det bör dock noteras att minskad yta inte nödvändigtvis behöver betyda negativ organisk tillväxt. Exempelvis växte ISS organiskt med 10 procent 2013–2019 trots att ytan bolaget betjänade under samma period minskade med hela 60 procent.

### Beroende av stora kunder

Förlusten av det stora IFM-kontraktet med Equinor (tidigare Statoil) värt cirka 500 miljoner kronor per år (~5 % av omsättningen) illustrerar Coors relativt stora beroende av ett fåtal storföretagskunder. Under 2020 hade Coor en kund som stod för mer än 10 procent av omsättningen. Den kunden stod för drygt 12 procent av omsättningen.

## 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 Johan Högberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Johan Högberg