

Information

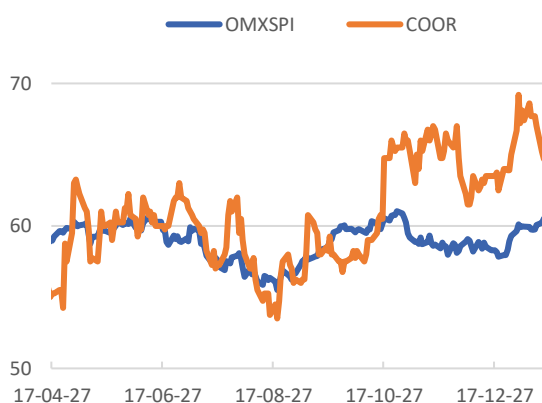
Bolagsnamn	Coor Service Management Hold. AB
Bloomberg	COOR.SS Equity
Reuters	COOR.ST
Free float	100 %
Aktiekurs, kronor	65
Marknadsvärde, MSEK	6 180
Hemsida	www.coor.se

Analytiker, Jarl Securities

Mats Hyttinge	mats.hyttinge@jarlsecurities.com
Senior Analyst	
Markus Augustsson	markus.augustsson@jarlsecurities.com
Head of Equity Research	

Aktiens utveckling

	1M	3M	12m	YTD
Coor	1,6%	6,2%	21%	3%
Coor relativt OMXSPI	- 0,5 %	6,17%	12,8%	- 0,4 %



Nyckeltal

MSEK	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Nettoomsättning	7482	7631	7657	8570	8875
EBITA (justerat)	374	440	455	531	562
EBIT	82	242	264	336	360
Resultat e. skatt	201	124	186	241	264
Vinst/aktie (just.)	3,3	3,4	3,95	4,6	4,9
P/e - tal	11,8	15,0	16,2	14,0	13,1

Förväntningar, kvartal

MSEK	Kv 4 16	Kv 4P 17
Nettoomsättning	2045	2047
EBITA (justerat)	119	118
EBIT	66	71
Resultat f. skatt	60	64
Vinst/aktie (just.)	0,9	0,9

Coor

ÖKA, 74 kronor

Fokus på affären

Coor är en konjunkturstabil koncern inom Facility Management med hög direktavkastning. Vår DCF-värdering ger en rikt Kurs om 74 kronor. Aktiens starka utveckling under 12-månadersperioden minskar dock potentialen.

Coor är en nordisk tjänsteleverantör och bildades som ett dotterbolag till Skanska 1998. Under flera år har bolaget utvecklat sina tjänster och även förvärvat ett antal andra bolag för att växa i volym. Sedan mitten av 2015 har bolaget varit noterat på Stockholmsbörsen.

Bolaget fokuserar på IFM (Integrated Facility Management) och FM (Facility Management) där bolaget är marknadsledare i Norden. Coor härrör sin störst del av både omsättning och resultat från Sverige som representerar drygt 58 procent av omsättning och 70 procent av rörelseresultatet (EBITA) innan koncernutjämnning. De olika nordiska marknaderna har olika mognadsgrad särskilt rörande IFM vilket ger olika förutsättningar för både tillväxt och resultat, där förändringspotentialen är mindre på den svenska marknaden.

Under början av 2018 har bolaget gjort två förvärv, varav det ena i Danmark är av det större slaget. Det tillför drygt 700 miljoner kronor i omsättning per år. Det andra norska förvärvet tillför 70 miljoner. Det är intressant att bolaget har börjat förvärva igen, då marknaden fortfarande är väldigt fragmenterad. Det är en bra signal att de ser sig mogna att ta sig an nya förvärv.

Rapporten för det fjärde kvartalet presenteras den 22 februari. Vi förväntar oss inga större överraskningar i samband med rapporten.

Vi prognostiserar en omsättning på 2 047 miljoner kronor för det fjärde kvartalet och en justerad EBITA på 118 miljoner, dvs en EBITA marginal på 5,8 procent. Den svenska delen fortsätter utvecklas väl i den goda svenska konjunkturen. Leveransen till Nya Karolinska (NKS) fortsätter, dock är det en viss marginalpress beroende på en del nya kontrakt. I Norge har omförhandlingar av kontrakt satt press på marginalen kortsiktigt. Ökade kostnader för staben, delvis hänförligt till förvärven sätter även det en viss press i kvartalet. I både Danmark och Finland förväntar vi oss inga större överraskningar.

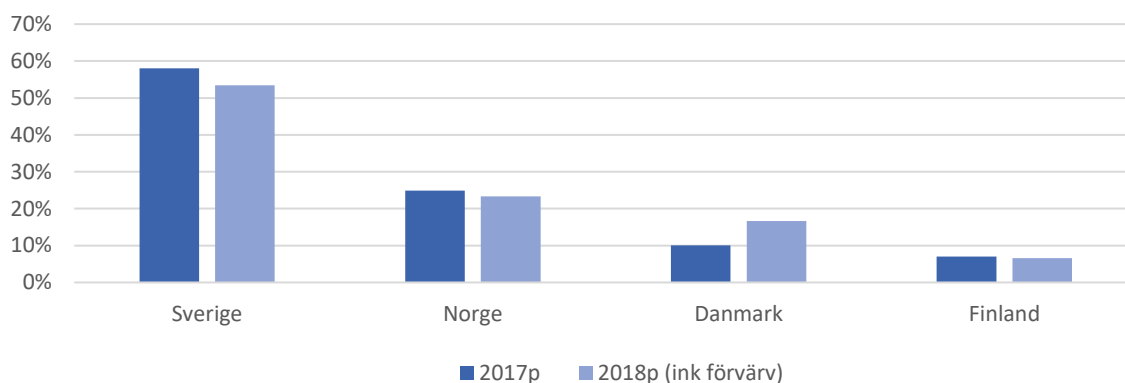
Coor-aktien har värderats upp men värderas fortfarande lägre på justerat P/E än sina direkta peers. Vi kommer fram till ett motiverat DCF-värde på 74 kronor i Coor-aktien. Aktiekursen har haft en stark utveckling sedan de senaste förvärven annonserades, dock har aktien fallit tillbaka under senare tid, vi ser en potential om 14 procent mot vårt DCF värde. Bolaget har kvaliteter i både sin relativt konjunkturen okänsliga rörelse och attraktiva direktavkastning. Givet potentialen till vår rikt Kurs på 74 kronor och de defensiva kvaliteterna initierar vi bevakningen med en ökarekommendation.

Coor fortsätter på inslagna vägen

Coor Service Management Holding AB (Coor eller bolaget) är en ledande leverantör av IFM (Integrated Facility Management) och FM (Facility Management) tjänster i Norden. Bolaget grundades 1998 som en renodlad leverantör av IFM-tjänster och har med tiden blivit ledande leverantör inom IFM. Coor har en vision att vara den ledande nordiska leverantören av FM-tjänster.

Bolaget omsättning mellan de nordiska länderna fördelar sig enligt nedanstående graf. Med förvärvet i Danmark av Elite Miljö under början av detta år adderas ytterligare drygt 700 miljoner kronor i omsättning och Danmarks andel av omsättningen ökar kraftigt.

Coor - Fördelning nettomsättning 2017-2018p



Källa: Coor, Jarl Securities

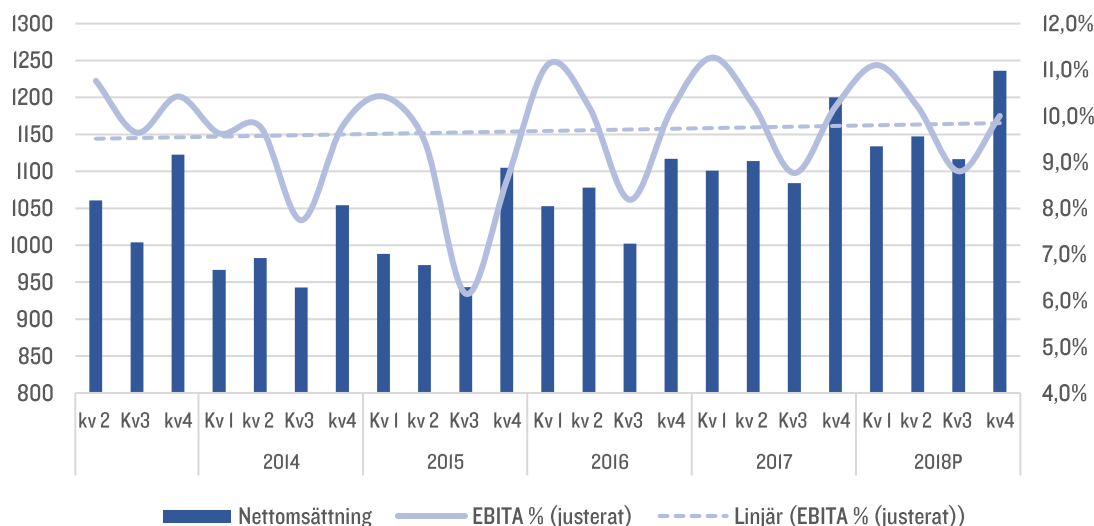
Sverige upptar den klart största andelen av koncernens omsättning med cirka 56 procent under 2016 och 58 procent 2017 enligt våra estimat. Verksamhet i Sverige har sedan starten 1998 varit fokuserade på större samarbetsavtal och redan två år efter starten blev Ericsson kund. Bolaget har sedan dess varit ledande inom IFM i Sverige. Verksamheten finns i hela landet men är störst i södra och mellersta delarna, vilket är naturligt givet att den höga koncentrationen av större företag finns i dessa delar. Coors svenska rörelse har haft en stor betydelse för FM-marknadens totala utveckling i Sverige, som vid slutet av 1990-talet var relativt outvecklad. Den svenska marknaden bedömer vi vara den mest utvecklade marknaden i Norden men också den mest mogna rörande både erbjudande och förståelse för integrationsmodellen. Bolaget är störst på marknaden med en andel runt 35 till 36 procent av den totala marknaden. Bolaget har ett stort antal stora kunder och bland de fem största kunderna återfinns Volvo, Ericsson och det just nu i fokus nya Karolinska i Solna. Vad vi erfar är portföljen väl förhandlad och risken för kontraktstapp relativt liten på medellång sikt.

Det tidiga fokuset på IFM gör även att lönsamheten är avsevärt bättre i Sverige än i övriga Norden med justerade EBITA marginaler runt tio procent. Utöver fokuset på IFM har god lönsamhet i rörliga projektolymer och hög operationell effektivitet drivit marginalerna uppåt. När bolaget kan använda en högre grad av egen personal ökar typiskt sett marginalen. Den organiska tillväxten har varierat men över tid men var fem procent för den senaste niomånadersperioden som slutade i september 2017, dock var den organiska tillväxten för tredje kvartalet isolerat goda åtta procent.

Det finns ett tydligt säsongsmönster i både omsättning och marginaler, där det första och fjärde kvartalet är klart starkast. Det första kvartalet har historiskt uppvisat EBITA(justerat) marginaler över 11 procent och det fjärde kvartalet har uppvisat marginaler runt tio procent under 2016 och för 2017.

Sverige nettomsättning & EBITA %

kvartalsdata



Källa: Coor årsredovisningar, Jarl Securities

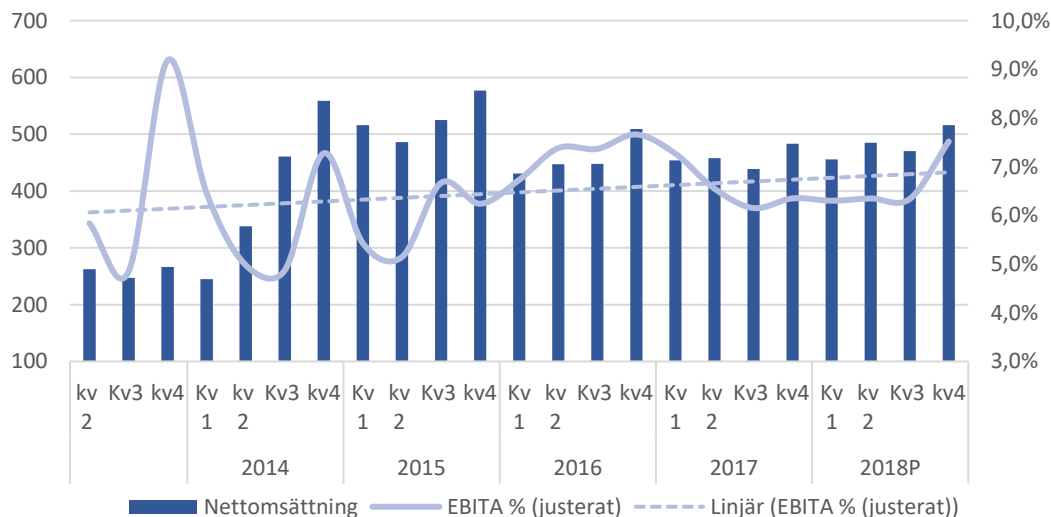
Norge etablerades under 2004 och i samband med ett större uppdrag 2005 växte verksamheten betydligt. Den stora tillväxten kom först i samband med ett större IFM-avtal med Statoil som ingicks under 2014, vilket ledde till att Coor blev den ledande IFM aktören i Norge. Den norska rörelsen representerade drygt 29 procent av koncernens omsättning under 2016 och vi förväntar oss att den kommer representera cirka 23 procent under 2018 givet något svagare tillväxt under 2017 och det större förvärvet som har gjorts i Danmark under början av 2018. De mest namnkunniga kunderna och största kunderna är Aker Solutions, SAS och Statoil.

Den norska rörelsen har haft en svagare tillväxt under 2017 mest beroende på minskade rörliga volymer och en prisjustering till en större kund, vilket syns i utvecklingen för det fjärde kvartalet. De andra nya kontrakten har inte kunnat kompensera för bortfallet på kort sikt. Under 2018 kommer positiva effekter från ett kontrakt med ABB att inträda.

Rörelseresultatet har kommit under press av tidigare nämnda faktorer då en stor del av kontraktportföljen har fått nya förutsättningar då kontrakt omförhandlats särskilt under det tredje kvartalet. Under niomånadersperioden är rörelsemarginalen dock fortfarande över föregående årsnivå. Så även om kunden är kvar så uppstår i vissa fall en liknande situation som för ett helt nytt kontrakt, dvs initialt lägre marginaler tills leveransen anpassas till den nya situationen.

För Norge ser vi en något svagare avslutning på 2017 i linje med hur utvecklingen var under det tredje kvartalet då den organiska tillväxten var negativ. Skillnaden mot föregående år är dock inte av större magnitud. Vi prognosticerar en något bättre utveckling under 2018 baserat både på de nya kontrakt som har kommit in men även en förbättrad effektivitet i nygamla kontrakt. Utöver detta kommer det bli en positiv effekt på omsättning och resultat genom förvärvet av OBOS fastighetsförvaltning även om den troligen endast ingår från mitten av det första kvartalet.

Norge nettomomsättning & EBITA % kvartalsdata



Källa: Coor årsredovisningar, Jarl Securities

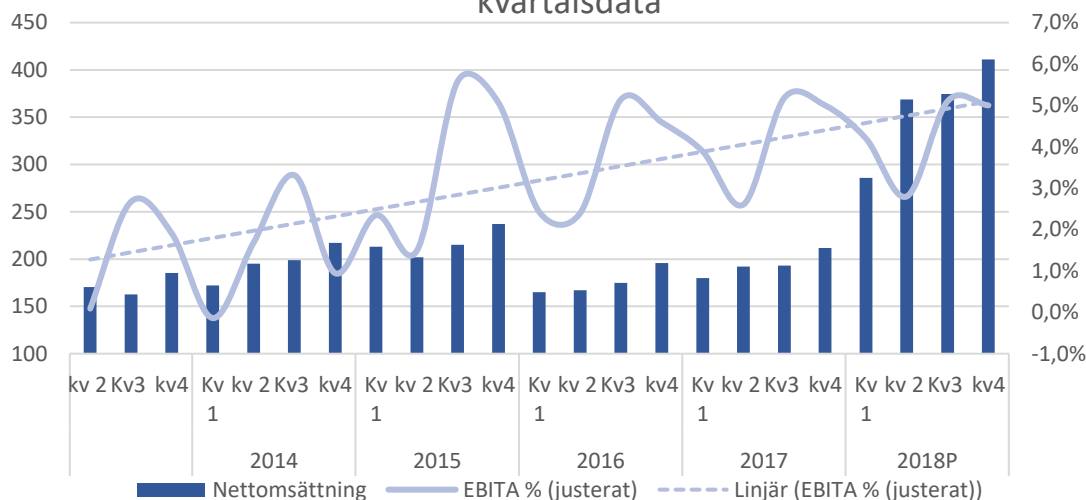
Danmark startades 2001, därmed endast tre år efter den svenska rörelsen och Coor räknas nu som en av de fyra största aktörerna på denna marknad. Den danska rörelsen särskiljer sig något från de andra i koncernen då runt 50 procent av kunderna återfinns i offentlig sektor. Detta återspeglas väl i att den danska polisen är en av de fem största kunderna. Utvecklingen under 2017 har präglats av en återhämtning efter en minskad omsättning under 2016 på grund av ett förlorat större kundkontrakt med Dansk Radio. I samband med att kontraktet förlorades 2016 satsades extra resurser på försäljning för att kompensera bortfallet. Kostnaderna anpassades snabbt till de lägre omsättningsnivåerna och bolaget kunde trots omsättningsminskningen ändå öka rörelsemarginalen.

Under 2017 har försäljningsstrategin burit frukt genom en god organisk tillväxt och kostnadsanpassningarna gör att marginalen ökar trots nya kontraktsvolymer med initialt lägre marginaler. I början på detta år har Coor även genom ett planerat förvärv tagit ett stort kliv till att få en avsevärt större volym på den danska marknaden. Förvärvet av Elite Miljö AS innebär en ökad årsomsättning på drygt 700 miljoner svenska kronor. Förvärvet skedde till en EV/EBITA multipel på cirka 11x i förhållande till nuvarande EBITA. Köpeskillingen uppgick till cirka 290 miljoner svenska kronor. Bolaget förväntar sig en klar förbättring av lönsamheten när de förväntade synergierna realiserar vilket bör vara från nuvarande cirka 3,7 procent EBITA till nästan sex procent under 2019.

Justerat för förvärvet (ej genomfört ännu) kommer Coor i Danmark omsätta över 1,4 miljarder svenska kronor, vi räknar med att bolaget kan driva effektivitetsprocessen snabbt och även om synergierna inte kommer från dag ett så kommer de relativt snabbt. Det som talar för detta är hur snabbt bolaget har lyckats hålla uppe marginaler när omsättningen minskade vilket gör att processerna och kostnadsmedvetenheten finns på plats för att hand om det nyförvärvade bolaget.

Vi prognosticerar med en organisk tillväxt på drygt två procent per år fram till 2022 och därefter 1,5 procent. Vi räknar med att rörelsemarginalen kommer att trenda uppåt även om det inte kommer ske några gigantiska förändringar givet hur kontraktstruktur och annat ser ut. Det som kan driva förändringen snabbare och till högre nivåer är hur effektiviteten utvecklas. En hämmande faktor för lönsamheten i marginalhänseende är den stora andelen offentlig sektor som tenderar att ha lägre marginaler generellt.

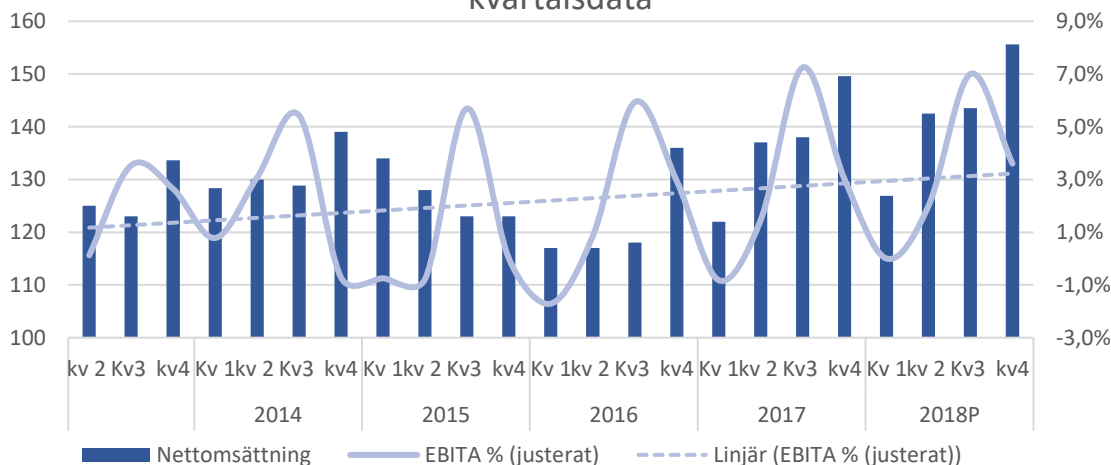
Danmark nettomsättning & EBITA % kvartalsdata



Källa: Coor årsredovisningar, Jarl Securities – förvärvet inlagt från kv1

Finland representerar det minsta delen av koncernens omsättning med en andel om drygt sju procent för 2017 enligt våra estimat, dock kommer denna andel att minska något då den relativt stora affären i Danmark börjar synas under 2018. Coor har haft verksamhet i Finland sedan 2002 men genom ett förvärv år 2011 dubblades nästan verksamheten. Bolaget har verksamhet i Helsingforsområdet och i de störst finländska städerna. Det finns ett antal skillnader jämfört med de andra marknaderna där Coor finns representerat. Främst har Finland haft en avsevärt sämre BNP-tillväxt samt att det är främst enstaka tjänster som efterfrågas. Den låga andelen av stora IFM-kontrakt ger vid hand sämre möjligheter att få upp lönsamheten, den lägre lönsamheten är tydlig över tid: Se graf nedan.

Finland nettomsättning & EBITA % kvartalsdata



Källa: Coor årsredovisningar, Jarl Securities

Med tanke på de utmaningar som finns på den finska marknaden som till viss mån styrs av en ovilja av marknaden att anamma IFM gör att vi inte förväntar oss några drastiska förbättringar över tid för Coor på denna marknad. Vi ser visserligen framför oss en förbättrad marginal men relativt låg omsättningstillväxt. Det kan kanske komma en omsvängning i marknaden vad de lider, men ingenting vi kan se för närvarande. Det är symptomatiskt att två av de största kunderna är Ericsson och Fortum där det sistnämnda antagligen har upptäckt fördelarna genom sitt engagemang i Sverige.

Tjänster inom Coors erbjudande

I grunden arbetar bolaget med en modell som i stort sett bygger på att Coor levererar specifika tjänster på plats hos kunderna. Dessa tjänster levereras av både egna anställda och underleverantörer. Dessa tjänster levereras normalt som enstaka eller kombinerade tjänster eller som integrerade tjänster (IFM). Då bolaget historiskt har varit starka inom integrerade tjänster har strategin under senare år varit att fokusera riktade insatser mot kombinerade tjänster och utvalda segment inom enstaka tjänster.

IFM (Integrated Facility Management) innebär tillhandahållandet av en eller flera FM tjänster under ett kontrakt där samordnad styrning och ledning sker. När ett kontrakt påbörjas tar bolaget normalt sett över alla eller de flesta av tjänsterna som bolaget erbjuder. En ökad andel av de större företagen centraliserar mer och mer sina inköpsfunktioner för tjänster och fastighetsförvaltning. Denna trend bidrar till att öka mottagligheten för integrerade tjänster i motsats till traditionella FM-modeller där leverans sker genom en mängd olika leverantörer. Då Coor har haft IFM som sitt fokus sedan bolaget började har man kunnat bygga upp ett expertkunnande på området och ger kunderna en bättre total FM lösning där kostnadsbesparingar och ökad transparens ger ökad nytta. Utöver detta förs även det operativa riskerna över från kunden till Coor.

Kombinerade tjänster oftast två eller flera FM-tjänster som utförs åt kund på ett koordinerat sätt men utan att integreras på samma sätt. Tillväxten kan ökas när kunder ser nyttan av att kombinera enstaka tjänster med enkla och attraktiva erbjudanden.

Enstaka tjänster sker när bolaget tillhandahåller enstaka tjänster, till exempel lokalvård. Dessa tjänster utgår från bolagets expertis inom det valda området och genom detta kan kostnader hållas nere men en fortsatt hög kvalitet till kund.

Leverans av tjänst

Coor levererar primärt sina tjänster på två sätt, genom egenleverans eller underleverantörer.

Under de senaste åren har bolaget fokuserat på högra grader av egenleverans istället för att anlita underleverantörer. Trenden är tydlig då från att 2007 ha haft cirka 28 procent egen levererat till att i nuläget ha över 50 procent. Det ingår i strategin att öka andelen ytterligare men det finns poänger med att även ha en andel underleverantörer då det ger en ökad flexibilitet samt möjlighet att komplettera utbudet av tjänster inom IFM.

Egenlevererade tjänster är inom flera områden till stor del redan inom egen regi. Det främsta är lokalvård och catering där egenleveransen i alla länder utom Finland sker på egen hand. De fördelar som egenleverans ger är flera där en av de viktigare är att intern kapacitet och kunskap byggs upp internt. Dessutom ses ofta egenleverans som något som ger ökad kundnöjdhet och i förlängningen större chans till ett förlängt kontrakt. En annan faktor som inte är försumbar är att det är kvalitetskontrollen är enklare samt att marginalen blir högre då underleverantörens marginal bortfaller.

Underleverantörer används till vissa typer av tjänster där kundernas behov inte direkt kan fyllas av Coor själva men behövs för att kunna erbjuda ett totalt integrerat erbjudande. Ett typiskt arrangemang kan vara säkerhetstjänster som kan ske genom tex underleverantören Securitas eller liknande. Upphandlingen sker genom en strategisk inköpsfunktion på koncernnivå som ger ett flertal fördelar där ramavtal är en samt en samlad bild och expertis. Då många större underleverantörer har möjlighet att leverera sina tjänster över hela länder och flera städer är strategiska leverantörssamarbeten nyckeln till en bra affär. Då mycket är standardiserade tjänster kan leverantören dessutom bytas ut med kort varsel.

Marknad och konkurrenssituation

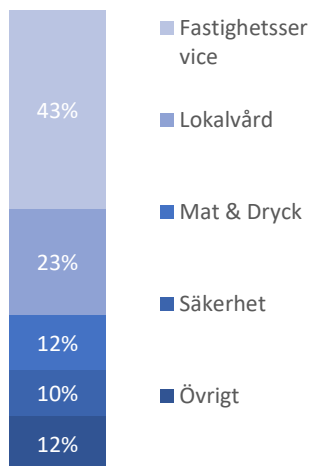
FM delas in i två olika kategorier, Hard FM och Soft FM. Med Hard FM relateras primärt till fastighetstjänster. Det kan vara allt från underhåll, reparationer och drift av byggnader. Under Soft FM faller de stora delarna lokalvård, Catering, Säkerhet och övriga tjänster som kontorservice och andra interna tjänster som avfallshantering och i stort sett alla saker som händer på ett företag som inte är relaterat till kärnverksamheten.

Den nordiska marknaden för FM-tjänster uppskattas vara värd mer än 380 miljarder kronor (2014) varav 200 miljarder är relaterat till outsourcade tjänster. De största marknaderna är i turordning Sverige, Danmark, Norge och Finland vilket ganska väl följer hur stor varje lands företagsmarknad är. IFM marknaden representerar cirka fem till sex procent av den totala outsourcade marknaden.

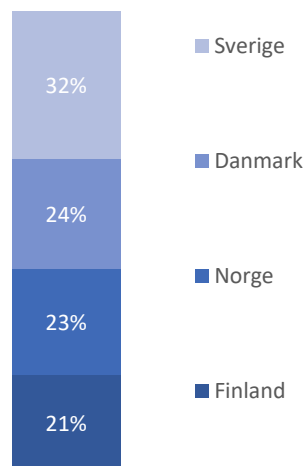
Det finns avgörande skillnader i hur de olika marknaderna fungerar i Norden. Outsourcade tjänster representerar alltså över 50 procent av FM marknaden i Norden. Det finns dock skillnader både rörande hur det ser på varje marknad samt för olika typer av tjänster. Andelen för IFM tjänster skiljer sig mellan länderna, där Sverige har den högsta andelen med nio till tio procent IFM mot Finlands en procent. Dessa skillnader härstammar främst på hur marknaden har accepterat konceptet. En förklaring till den låga andelen i Finland är dess starka tradition av FM företag som tillhandahåller enstaka tjänster.

Det är också stora skillnader mellan olika tjänstetyper och hur stor andel som är outsourcat. För säkerhetstjänster är outsourcinggraden mellan 90 till 100 procent, givet att det krävs tillstånd för att utföra denna tjänst, till fastighetservice som har mellan 40 till 50 procent. Det finns självklart även skillnader mellan de olika länderna baserat på hur det har sett ut historiskt. I Norge så är tex andelen outsourcad fastighetsservice lägst i hela Norden.

Fördelning tjänster i Norden (2014)



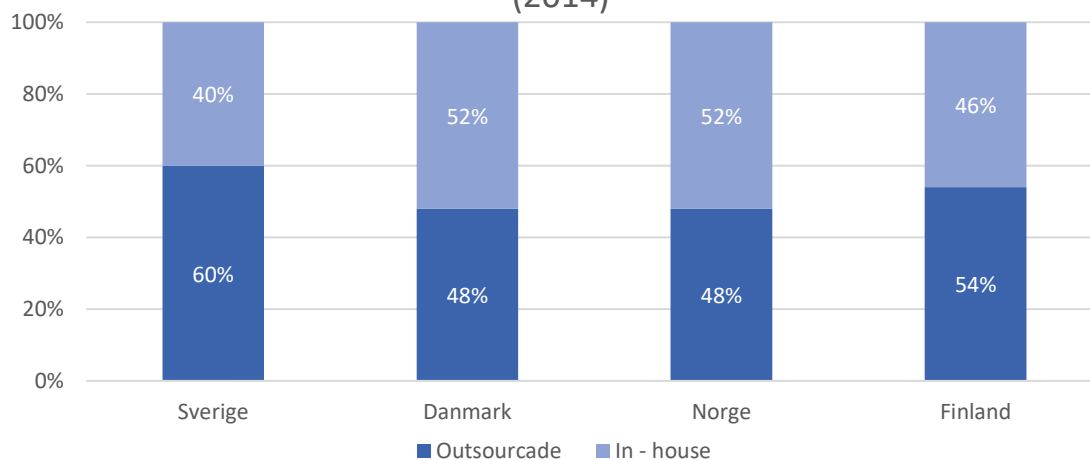
Fördelning per land (2014)



Källa: Coor årsredovisningar, Jarl Securities

Den svenska marknaden ligger långt fram när det gäller outsourcing av FM-tjänster. Graden av outsourcing ligger på dryga 60 procent där sedan andelen av integrerade tjänster är nio procent. Detta har främst drivits av den privata sektors fokus på sina kärnverksamheter. Outsourcingen på de andra nordiska marknaderna är lägre och både Danmark och Norge ligger straxt under 50 procent. Finland har högre andel outsourcing än Danmark och Norge men avsevärt lägre IFM andel än sina grannar.

Andelen Outsourcing vs. In house i Norden (2014)



Källa: Coor årsredovisningar, Jarl Securities

Marknadens tillväxt

Den outsourcade FM-marknaden i Norden har sedan mitten av 2010 talet vuxit med cirka 2 till 2,5 procent årligen. Tillväxten under de kommande åren förväntas fortsatt att ligga runt två till tre procent per år. Historiskt har tillväxten drivits av flera faktorer där tillväxten av kommersiell golvyta i Norden varit en viktig faktor. Självklart är det även viktigt att outsourcing trenden fortsätter samt enhetskostnaderna/kvm för FM-leverantörerna är på en bra nivå.

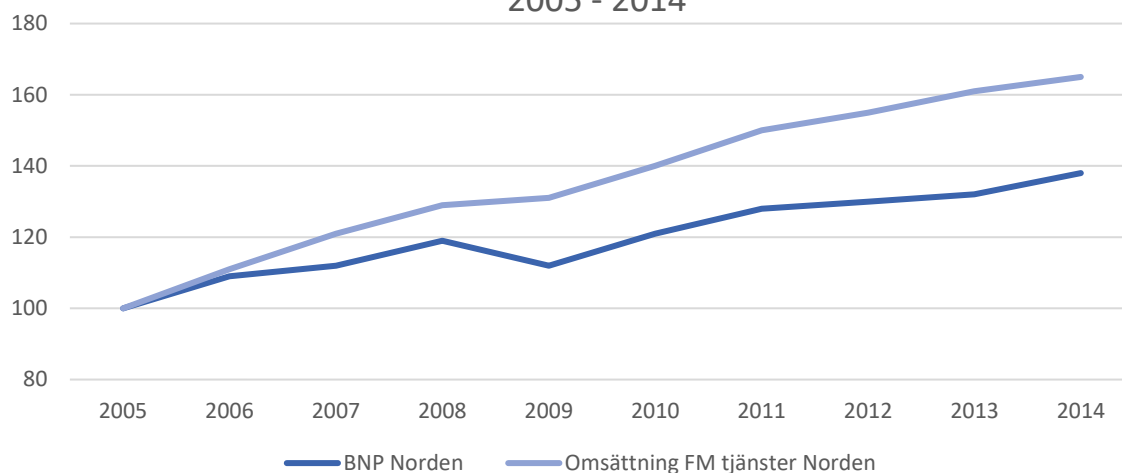
Tillväxten mellan länderna kommer även fortsatt att variera. Under perioden 2012 till 2014 växte marknaden för outsourcing för FM tjänster mest i Norge och minst i Danmark och Sverige. Tillväxten drivs i de olika länder av olika faktorer då mognaden för både FM tjänster och integrerade tjänster är olika. Den framtida ökningen de närmaste åren förväntas följa ungefär samma mönster som den tidigare femårsperioden, där den norska tillväxten på marknaden drivs en god ökning av golvyta samt kostnad per kvadratmeter. Den svenska utvecklingen drivs främst av en ökad outsourcingpenetration och ökade FM relaterade kostnader. Tillväxten i Sverige kan förväntas vara mellan 1,5 till 2 procent årligen att jämföras med den norska förväntade tillväxten mellan fyra till fem procent årligen.

IFM segmentet på den nordiskamarknaden specifikt växte enligt under 2012 till 2014 med drygt sex procent per år. Även dessa siffror är ett par år bakåt i tiden är vår känsla att tillväxten för IFM i Norden ligger i samma härad även åren efter. Tillväxten har drivits av de större aktörerna på marknaden, däribland Coor och ISS. Sverige som är den största och mest välutvecklade marknaden i Norden förväntas även fortsättningsvis att uppvisa den lägsta tillväxten. Det ter sig naturligt då basen är större även om IFM som delsegment förväntas uppvisa högre tillväxt än FM marknaden totalt. Enskilda marknader kan växa kraftigt under något år beroende på om något större kontrakt kommer in på marknaden. Så skedde tex i Norge när Coor fick sitt Statoil kontrakt.

Konjunkturpåverkan

En av de faktorer som gör bolagen som verkar på FM/IFM-marknaden intressanta för en del långsiktiga aktieägare är den förväntade stabiliteten under konjunktursvängningar. Som visas i grafen nedan påverkades FM-marknaden till en mindre grad än marknaden som helhet. Det är klart att ingen konjunkturedgång är den andra lik men med tanke på kraften i den förra nedgången kan man ändå dra slutsatsen att sektorn är relativt okänslig för konjunkturen.

FM tjänster i relation till konjunkturen 2005 - 2014



Under förra konjunkturedgången motverkades de lägre servicenivåerna hos kund av en ökad outsourcing. Vissa typer av tjänster påverkas däremot mer än andra där saker som inte anses som kritiska för kunden minskar medans andra saker som fastighetstjänster och säkerhet fortfarande bibehålls. Outsourcing-trenden har i många fall drivits på ytterligare när kunder har försökt hitta nya sätt att behålla servicenivåer internt men till lägre kostnad.

En drivkraft mot ökad IFM-tillväxt är både från nya volymer som tidigare har skötts av kunden i egen regi (in-house) och genom att befintliga enstaka och kombinerade tjänster övergår till integrerade tjänster. Normalt sett finns IFM-kontrakten i de större företagen eller i mindre företag med liknande struktur som större företag. IFM finns i begränsad utsträckning inom offentlig sektor, främst orsakat av de strikt reglerade upphandlingsprocesserna. Vad vi erfar är det flera aktörer på marknaden som inte aktivt söker dessa uppdrag, även om undantag självklart finns.

Konkurrenssituation

FM-marknaden i Norden är fragmenterad. De tio största leverantörerna representerar cirka 30 procent av den outsourcade marknaden. Även om Coor är en av de största aktörerna totalt sett, särskilt inom IFM där marknadsandelen är cirka 36 procent (2014) men av den totala FM-marknaden är marknadsandelen låga ensiffriga tal, tre procent 2014.

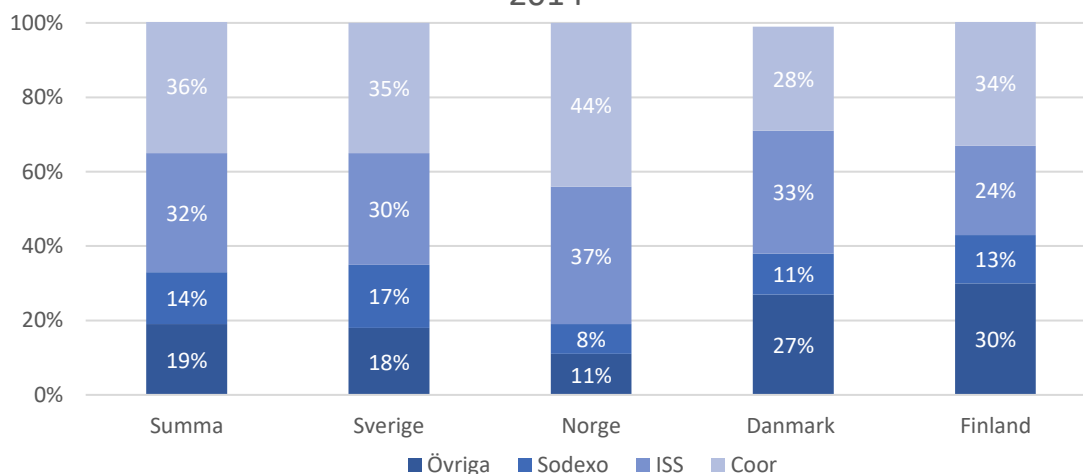
Inom IFM utgör Coor tillsammans med ISS och Sodexo över 80 procent av marknaden. Konkurrensen utgörs dock inte bara ISS och Sodexo utan i stort sett alla leverantörer av FM-tjänster och andra tjänster som tex inom säkerhet där man kan möta både internationella aktörer som Securitas men även andra lokala aktörer. För att hävda sig i konkurrensen mot leverantörer som levererar enstaka tjänster måste IFM-aktörerna leverera kvalitet på alla plan.

För att driva marknaden mot fler IFM-kontrakt och en utveckling mot de högra marginaler som bolaget uppvisar på den svenska marknaden är det inte endast negativt att konkurrenter tar kontrakt på de mindre mogna marknaderna rörande IFM. Det är en process för marknaden och de kulturella skillnaderna inom affärlivet skiljer sig mer än man kan tro. Särskilt den finska marknaden sticker ut som mindre villig att anamma integrerade kontrakt.

Som grafen nedan visar är Coor störst inom IFM på alla marknaderna utom i Danmark, vilket inte är konstigt då detta är ISS hemmamarknad. Dessa data är från 2014 men vi tror inte att bilden har skiftat nämnvärt sedan dess utan relationerna är ungefär de samma.

Konkurrenssituationen IFM i Norden

2014



Ledande befattningshavare

Vd och CFO

Mikael Stöhr, född 1970, har Juristexamen från Lunds Universitet. Har varit vd i Coor sedan 2013. Han har bred erfarenhet från bland annat som koncern chef och vd Green Cargo och Axindustries. Vidare erfarenhet från exportrådet och McKinsey & Company. Sitter i styrelsen för SJ AB.

Olof Stålnacke, född 1965, Magisterexamen i finansiell ekonomi och internationell företagsekonomi från Handelshögskolan i Stockholm. Erfarenhet som Ekonomichef på The Absolut Comapny och V&S koncernen samt flera ekonomichefsroller och managementkonsult på McKinsey & Co.

Styrelseordförande

Mats Granryd, född 1962, har en MSc från Kungliga Tekniska Högskolan i stockholm. Han är vd för GSMA och har mellan 2012 och 2015 varit vd för Tele2 och har erfarenhet från ledande befattningar inom Ericsson.

Landschefer

AnnaCarin Grandin chef för verksamheten i Sverige, född 1967, är Civilekonom från Stockholms Univeristet. Erfarhet från flera roller inom Coor, däribland vd för Coor Norge. Hon har även haft andra ledande roller inom Veolia och SKL.

Nikolai Knudsmoen Utheim chef för verksamheten i Norge, född 1975, är Civilekonom från Norwegian School of Management och Copenhagen Business School. Han har erfarenhet från bland annat PWC och Statiol Norge AS som chefscontroller och vice CFO.

Jörgen Utzon chef för den danska verksamheten, född 1961, har Magisterexamen från Copenhagen Business School samt Executive program från Lausanne. Lång erfarenhet från olika roller bland annat som vd för Strax Nordich och service director för Xerox Danmark.

Johan Mild chef för verksamheten i Finland, född 1974, Magister i redovisning från Svenska Handelshögskolan i Helsingfors. Erfarenhet som vd från LujaPavelut samt direktör för ISS.

Risker

Det finns ett antal faktorer som kan utgöra eller utgör risker för Coors verksamhet.

Kraftigt försämrad konjunktur

Konjunkturen i Norden har varit god under många år. Det är troligt att en avmattning kommer närmare och närmare. Coor verkar visserligen i en bransch som är har varit motståndskraftig mot konjunkturförsämringar under de senaste åren. Risken finns alltid att det kan bli annorlunda nästa gång även om det inte är troligt.

Politiska beslut kan påverka

Politiska beslut kan påverka i viss utsträckning även om risken för påverkan är relativt marginell. Diskussionen runt ett av Coors större kontrakt, Nya Karolinska kan möjligen på sikt ge återverkningar inom landstingsrelaterade kontrakt, även om Coors delaktighet i de problem som plågar Karolinska är liten. I ett längre perspektiv kan detta leda till politiska beslut som påverkar chanserna att få kontrakt inom FM och IFM för de statliga och kommunala områdena.

Större aktieägare

Som framgår av ägarlistan nedan domineras den av större och välkända institutionella investerare. Det som är lite annorlunda är att det inte finns någon större enskild ägare som har makten att driva en agenda, det är visserligen naturligt då bolaget sattes på börsen av ett riskkapitalbolag. Större delen av nuvarande ägare har nog lockats av den förväntade stabila intjäningen och höga direktavkastningen. Bolaget har cirka 2700 ägare enligt Holdings.se vilket är i minsta laget givet bolagets marknadsvärde.

Under de senaste månaderna har bland annat Didner & Gerge klivit in på ägarlistan, vilket normalt sett brukar vara ett gott tecken.

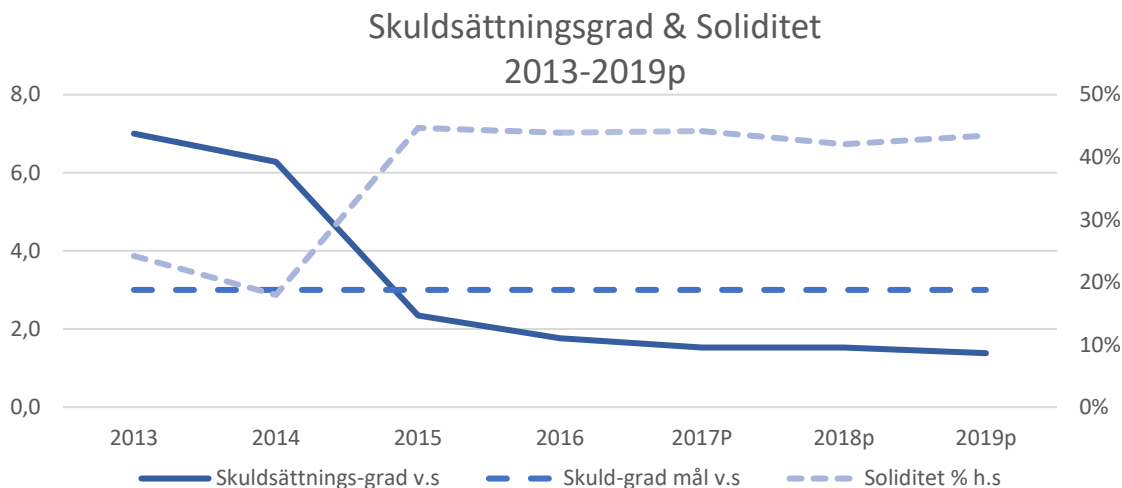
De tio största ägarna, 2017-12-31	
Ägare	Kapital, %
Fidelity	8,8
Andra AP-fonden	6,1
Robur fonder	5,9
Nordea fonder	5,3
Crux Asset Mangement Limited	4,9
Capital Group	3,9
AFA försäkring	3,7
SEB-stiftelsen	3,6
Didner & Gerge Fonder	3,6
BMO Global Asset Mgmt.	3,3

Källa: Holdings.se

Investment Case

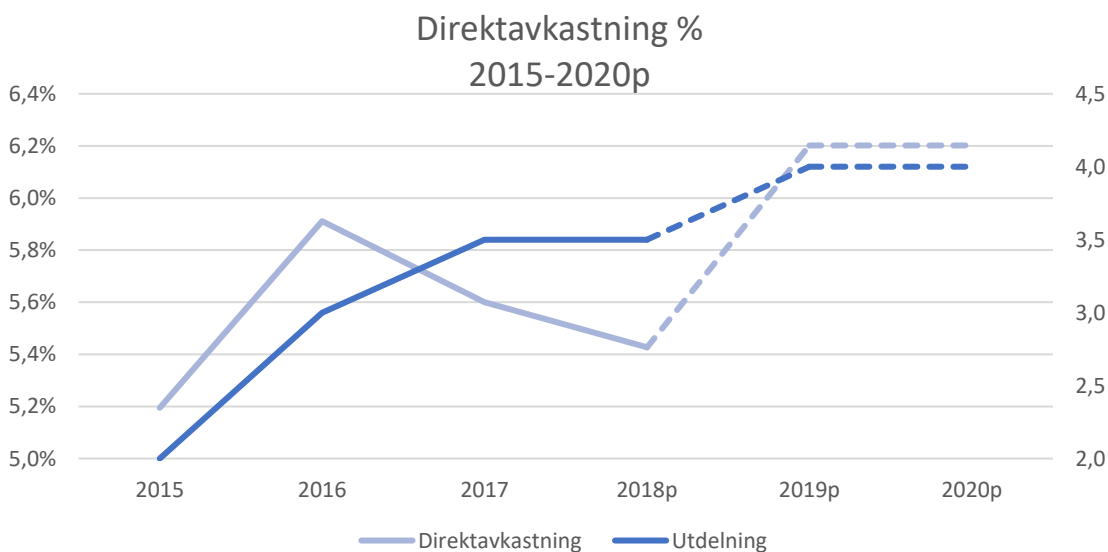
Värdering

Coor Service Managements utveckling har varit positiv sedan 2015. Bolaget sattes på börsen i juni 2015 har levererat både ett positivt resultat och aktiekursutveckling. I samband med noteringen togs dessutom skuldsättningen ned ytterligare för att få en mer hälsosam finansiell position och i förlängningen en lägre finansiell kostnad. Nettoskuldsättningen är nu klart lägre än tidigare, vilket illustreras av nedanstående graf och håller sig klart under målet för skuldsättningsgraden 3,0 även med de nya förvärv som har annonserats. Detta indikerar att det fortfarande finns förvärvsutrymme även om det troligen inte kommer komma mer i närtid.



Källa: Coor, Jarl Securities

Coor är som tidigare nämnt i rapporten relativt konjunkturokänsligt, detta gör att det finns en stabilitet i intjäningen och resultatutvecklingen. FM/IFM branschen kommer normalt inte uppvisa kraftig tillväxt eller stora slag i resultaten utan denna jämnhet och dess relativa förutsägbarhet är en av lockelserna i att investera i Coor. Detta tillsammans med ett bra kassaflöde ger en hög sannolikhet för fortsatt hög utdelning och därmed potential till fortsatt hög direktavkastning.



Källa: Coor, Jarl Securities

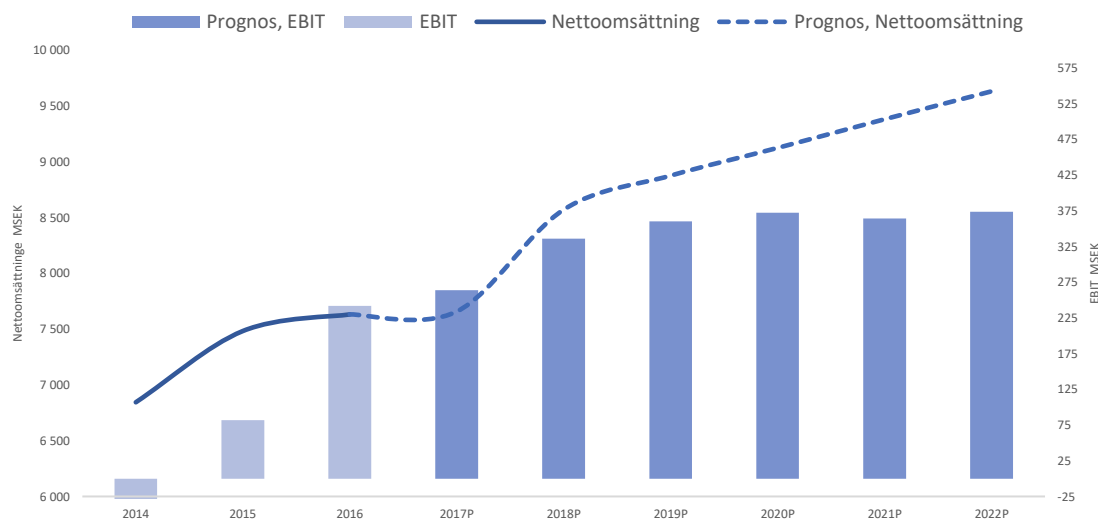
Vi har i våra prognoser lagt in de föreslagna förvärven i Danmark och Norge, vi förväntar oss att bolaget fortsätter att förvärva även om det troligen inte kommer ske förrän tidigast 2019. Vi har inte lagt in ytterligare några förvärv i våra prognoser även om vi räknar med detta på sikt. Vi förväntar oss en långsam och stadig förbättringstakt.

Det finns potential för ytterligare förbättringar, dock krävs det att de mindre marknaderna uppvisar en förändringstakt mot ökat IFM för att det skall bli avsevärt bättre på medellång sikt.

Resultaträkning (utfall & prognos) Coor 2015 - 2020P						
mnr	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Omsättning	7 482	7 631	7 657	8 570	8 875	9 123
Sverige	4 010	4 250	4 499	4 634	4 819	5 012
Norge	2 103	2 194	1 835	1 927	1 984	2 005
Danmark	868	703	777	1 440	1 491	1 521
Finland	509	488	547	568	580	586
EBITA (justerat)	374	440	455	531	562	579
Rörelseresultat	82	242	264	336	360	372
Finansnetto	-115	-75	-22	-27	-23	-17
Resultat efter finansnetto	-34	167	242	309	338	356
Skatt	234	-43	-56	-69	-75	-79
Resultat efter skatt	200	124	186	241	263	277
Resultat efter skatt (justerat)	316	322	378	436	465	484
Vinst/aktie	2,1	1,3	1,9 (0,7)	2,5	2,7	2,9
Vinst/aktie (justerat)	3,3	3,4	3,9	4,6	4,9	5,0

Källa: Coor (utfall), Jarl Securities prognoser

I grafen nedan syns den förväntade nettomsättningsökningen på grund av förvärven tydligare, annars förväntar vi oss en stadig tillväxt per år.



Källa: Coor (utfall), Jarl Securities prognoser

Balansräkning Coor 2015 - 2020P									
mnkr	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Tillgångar									
Immateriella tillgångar	4 998	4 557	4 104	3 867	3 784	3 784	3 784	3 784	3 784
Materiella tillgångar	162	140	78	71	340	362	676	701	727
Anläggningstillgångar	5 190	4 719	4 195	4 219	4 124	4 146	4 460	4 485	4 511
Lager	52	47	17	17	11	8	9	9	9
Kundfordringar	1 438	1 272	1 172	1 069	1 080	1 106	1 200	1 287	1 323
Andra omsättningstillgångar	412	410	431	383	408	408	408	408	408
Kassa och andra likvida medel	249	288	335	428	603	661	827	858	982
Omsättningstillgångar	2 150	2 017	2 366	1 898	2 101	2 182	2 443	2 562	2 722
Tillgångar	7 340	6 736	6 561	6 117	6 225	6 328	6 903	7 047	7 234
Eget kapital	-1 807	1 630	1 178	2 733	2 734	2 801	2 878	3 031	3 156
Långfristiga räntebärande skulder	6 911	2 886	2 868	1 419	1 460	1 460	1 797	1 797	1 797
Kortfristiga skulder	2 237	2 220	2 244	1 965	2 032	2 067	2 228	2 219	2 281
Skulder	9 147	5 106	5 112	3 384	3 492	3 527	4 025	4 016	4 078
Eget kapital och skulder	7 340	6 736	6 561	6 117	6 226	6 328	6 903	7 047	7 234

Vidare har vi gjort en diskonterad kassaflödesmodell för att uppskatta värdet på Coor-aktien, enligt nedan är värdet 74,1 kronor per aktie. Som vanligt är det flera viktiga parametrar som bestämmer värdet. Särskilt viktig är den långsiktiga lönsamhetsnivån för koncernen. I vår modell har vi räknat med bruttomarginaler mellan 10,7 till 11 procent.

Vi räknar även med att Coor kommer toppa sin rörelsemarginal runt 2019/2020 men att bolaget troligen kommer hålla sina marginaler relativt stabila runt 5,8–5,9 procent (EBIT). Målet för koncernen är uttryckt som justerat EBITA på 5,5 procent på medellång sikt. I vår modell är genomsnittet för prognosperioden drygt 6 procent och avtagande mot slutet av perioden med 5,4 procent som slutvärde.

I vår modell har vi räknat med en långsiktig organisk tillväxt på 2 procent (bolagets mål 3 procent) och en diskonteringsränta (WACC) på 8,3.

DCF - värdering (belopp i miljoner kronor om inget annat anges)										
mnkr	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Omsättning	7 657	8 570	8 875	9 123	9 380	9 630	9 822	10 019	10 219	10 424
Rörelseresultat	264	336	360	372	364	374	371	379	386	358
Rörelsemarginal %	5,6%	5,9%	6,1%	6,1%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,4%
Fria Kassaflöden (FCF)	352	167	321	463	464	495	542	505	641	634
Nuvärde kassaflöde	2 397									
Nuvärde, restvärde	5 502									
Rörelsevärde	7 899									
Nettoskuld	-799									
Summa värde eget kapital	7 100									
Antal aktier (miljoner)	95,8									
Motiverat pris per aktie	74,1									

Se nedan känslighetsanalysen vid förändring av diskonteringsräntan (y-axeln) och det långsiktiga tillväxtantagandet (x-axeln) i DCF modellen.

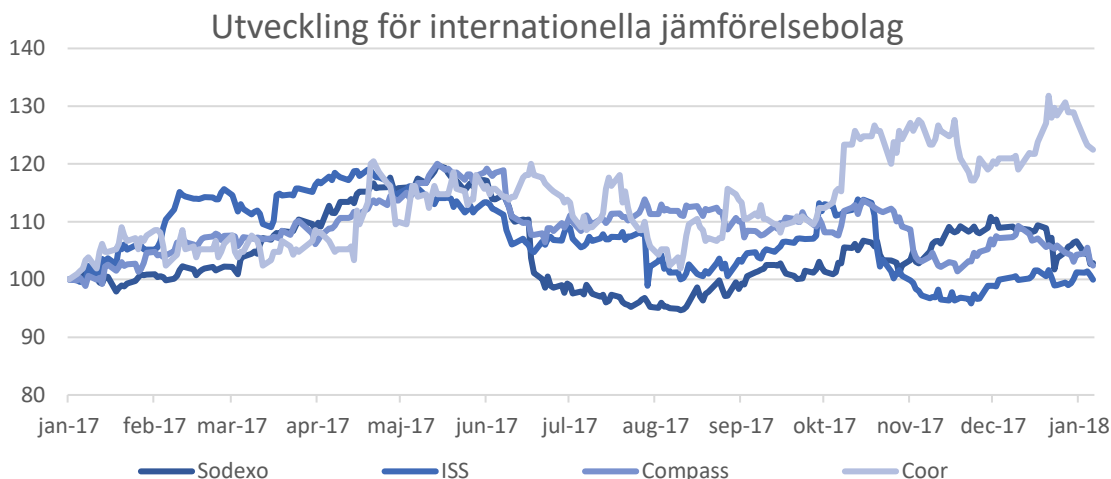
KÄNSLIGHETSANALYS			
	1,0%	2,0%	3,0%
6,3%	97	117	148
7,3%	79	91	109
8,3%	66	74,1	86
9,3%	56	62	70
10,3%	48	52	58

Kan Coor över tid nå eller överträffa sina egna mål om en organisk tillväxt om fyra till fem procent finns en stor uppsida i aktien givet att de andra förutsättningarna gäller.

Relativvärdering

Vi har även gjort en översiktlig relativvärdering. Vi har tagit fram nyckeltalen för vad vi anser är relevanta konkurrenter. Mest intressant är att jämföra de bolag som är verksamma inom samma område som Coor, dvs FM och IFM.

Om vi endast tittar på kursutvecklingen under den senaste 12 månaders perioden har Coor utvecklats klart bättre än sina direkta konkurrenter.



Källa: ThomsonReuters, Jarl Securities

RELATIVVÄRDERING											
Bolag - FM/IFM	Aktiekurs	Marknadsvärde		EV/omsättning		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
		Lokal valuta	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	
ABM Industries	39,29	2 574	0,6	0,6	10,4	9,8	14,3	13,1	19,3	16,8	
Aramark	45,5	11 144	1,1	1,0	10,4	9,9	15,2	14,3	20,5	19,0	
Compass Plc	1500,0	23 448	1,2	1,1	12,0	11,5	15,3	14,7	19,3	18,3	
ISS A/S	240,9	44 598	0,7	0,7	11,1	11,1	13,7	13,7	15,2	15,2	
Sodexo	105,9	15 795	0,8	0,8	10,3	10,0	12,6	12,2	18,2	17,5	
Genomsnitt			0,9	0,8	10,9	10,4	14,2	13,6	18,5	17,4	
Median			0,8	0,8	10,4	10,0	14,3	13,7	19,3	17,5	
Bolag - liknande affärsmodell	Aktiekurs	Marknadsvärde	EV/omsättning		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E		
			Lokal valuta	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P
G4S	287,8	4 365	0,8	0,8	9,1	9,1	11,8	11,8	14,5	15	
Johnson Controls	40,6	37 573	1,7	1,7	10,4	9,9	13,6	12,8	14,7	13,6	
Jones Lang LaSalle	153,59	6 968	1,0	1,0	10,4	10,4	13,9	13,9	16,8	17	
Securitas	149,15	51 528	0,7	0,7	10,4	10,4	13,6	13,6	16,1	16	
Genomsnitt			1,0	1,0	10,1	10,0	13,2	13,0	15,5	15,2	
Median			0,9	0,9	10,4	10,1	13,6	13,2	15,4	15,3	
Coor (justerat)	Aktiekurs	Marknadsvärde		EV/omsättning		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
		Lokal valuta	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	
Coor (justerat)	64,2	6 150	0,9	0,8	14,5	12,4	26,5	20,6	33,7	25,4	
Coor rel genomsnitt FM/IFM (just)			-2%	0%	27%	13%	7%	-4%	-11%	-19%	
Coor rel median FM/IFM (just)			11%	2%	32%	19%	7%	-5%	-15%	-20%	
Coor rel genomsnitt liknande affärsmodell (just)			-13%	-21%	37%	19%	15%	0%	6%	-8%	
Coor rel medel liknande affärsmodell (just)			3%	-8%	33%	17%	12%	-1%	7%	-8%	

När vi jämför Coor med jämförelsebolag framkommer en delad bild. Aktien har utvecklats klart starkare än sina direkta jämförelsebolag under den senaste 12 månaders perioden men om vi tittar på de mest relevanta talen EV/EBIT och P/E så handlas Coor ungefär i linje (EV/EBIT) och till rabatt på justerat P/E.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska 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.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Jarl Securities har inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

