



# Systemair

Nytäckning ☐Rapport ☒Viktig händelse ☐

## Fortsatt god utveckling på flera marknader

### Risk och avkastningspotential

Kurspotential	Medel
Risiknivå	Medel
Kurs	127,00
Högsta/Lägsta (12M)	189,50/96,20
Antal aktier (m)	52,0
Börsvärde (SEKm)	6 604
Nettoskuld (SEKm)	1 994
Enterprise Value (SEKm)	8 598
Reuters/Bloomberg	SYSR.ST/SYSR SS
Listning	Nasdaq OMX

### Estimat och värdering (SEK)

	18/19	19/20E	20/21E	21/22E
Försäljning	8 327	9 135	9 501	9 881
EBITDA	762	1 021	1 108	1 210
EBIT	529	665	735	818
Vinst f. skatt	458	612	682	765
EPS, just.	6,31	8,59	9,57	10,59
EK/A	54,60	59,81	65,62	71,89
Utdelning	2,00	3,38	3,76	4,32
V/A Tillv.	9,5	36,1	11,4	10,6
EBIT Marg.	6,4	7,3	7,7	8,3
ROE	12,0	15,0	15,3	15,4
ROCE	11,5	13,3	14,0	14,8
Nettoskuld/EK	0,70	0,65	0,58	0,51
EV/Fsg.	0,96	0,94	0,90	0,87
EV/EBITDA	10,5	8,4	7,8	7,1
EV/EBIT	15,1	12,9	11,7	10,5
P/E, just.	18,2	14,8	13,3	12,0
P/EK	2,11	2,12	1,94	1,77
Direktavk.	1,7	2,7	3,0	3,4

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
09/06/2020	Q3-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

### Försäljning strax under våra estimat

Omsättningen för Q'3 uppgick till 2 147 mkr (2 019 mkr) vilket motsvarar en tillväxt om 6,4 %, varav 1,8 % i organisk tillväxt. Försäljningen i Norden var oförändrad Y-Y under Q'3 och tillväxten kommer främst från Nord- och Sydamerika samt marknaderna i Mellanöstern, Asien, Australien och Afrika. Av tillväxten utgjorde 1,3 % tillväxt från förvärv. Valutaeffekter ökade omsättningen med 3,3 % under perioden. Omsättningen för det tredje kvartalet var därmed 1,6 % lägre än våra estimat vilket främst beror på att marknaden i Norden uppvisade sämre tillväxt än våra estimat. Försäljningen i Norden uppgick till 453 mkr och var oförändrad jämfört med våra estimat om en ökning med 4,5 %. Framöver ser ledningen fortsatt god efterfrågan inom stora marknader. Bolaget kommenterar Corona-relaterade riskfaktorer med att effekterna så här långt är små för Systemair, som inte har produktion i Kina och dessutom väldigt liten försäljning i landet. Systemair menar dock att en potentiell risk är att underleverantörer kan uppleva komponentbrist till följd av virusets effekter.

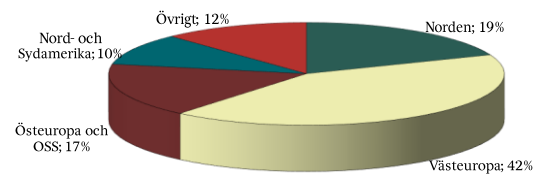
### Stark bruttomarginal speglar lönsamhetsfokus

Bruttomarginalen fortsätter att förbättras och uppgick till 33,8 % (31,9 %). Den högre marginalen återspeglar Systemairs fokus på lönsamhet och är ett tecken på att man lyckats implementera åtgärderna för ökad lönsamhet. Våra estimat för bruttomarginalen var 33,5 %, utfallet var därmed något bättre. Rörelsemarginalen för kvartalet uppgick till 5,2 %.

### Fortsatt premie mot sektor

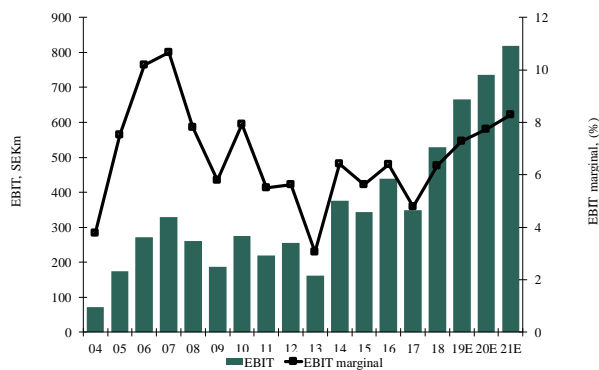
Systemair handlas till en premie mot sektorn och för närvarande till EV/EBIT 13,6x på estimaten för 2020/2021. Viss oro kring den framtida utvecklingen bland annat i Norden gör att vi gör mindre nedjusteringar av intäcks- och lönsamhetsestimater för 2019/2020. För 2019/2020 tror vi på intäkter om 9 135 mkr och EBIT om 665 mkr. Vi justerar även ned våra tillväxtestimat för 2020/2021 och 2021/2022. För 2021/2022 tror vi på en omsättning om 9 881 mkr. Mot bakgrund av estimatrevideringarna ser vi en motiverad rikt Kurs på 153 kr. Vi ser medelhög potential i aktien till medelhög risk. Vi ser goda möjligheter för lönsamhetsförbättringar och ser fortsatta marginalökningar framöver.

## Systemair – Försäljning per marknad



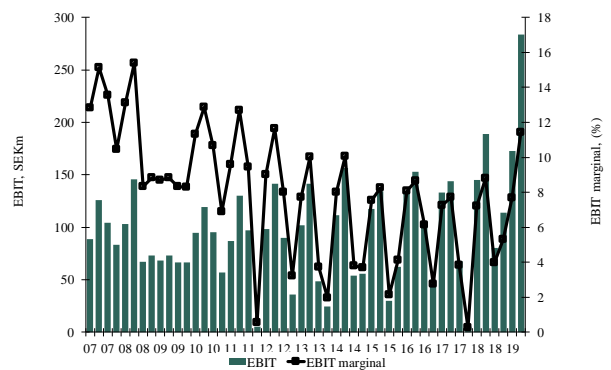
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Resultatutveckling, helår



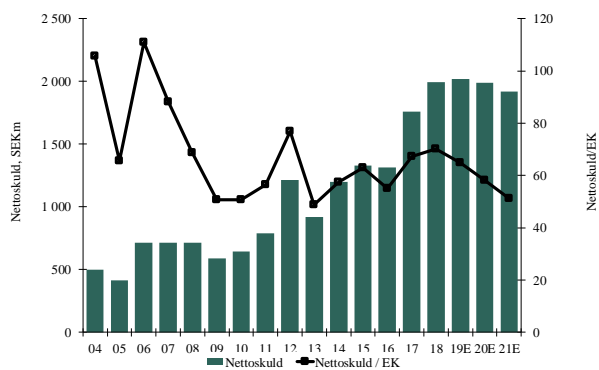
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa  
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	6 604	
Antal utestående aktier (m)	52,0	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	29	
Fritt handlade aktier	36,0%	
Största aktieägare	Röster	Aktier
Gerald Engström	42,6%	42,6%
Ebm-Papst AB	21,3%	21,3%
Swedbank Robur Fonder	7,5%	7,5%
Alecta Pensionsförsäkring	5,6%	5,6%
Others	23,0%	23,0%
Ordförande	Gerald Engström	
Verkställande direktör	Roland Kasper	
Finansdirektör	Anders Ulf	
Investerarkontakt	Anders Ulf	
Telefon / Internet	0222-44000 / www.systemair.com	
Nästa rapport	9 June 2020	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Investment case

*Systemair fortsätter på den inslagna vägen med fokus på ökad lönsamhet. Ledningen upprepar detta i senaste kvartalsrapporten och räknar med att realisera synergier från tidigare förvärv, kombinerat med fortsatt fokus på medelstora projekt som tenderar ha bättre lönsamhet. Givet hur marknaden ser ut ser vi bolagets fokus på lönsamhet som naturlig. Ledningen är fast besluten om att uppnå marginalmålet (EBIT) på 10 %. Vi ser en gradvis förbättring av marginalen på medellång sikt, upp mot 8,5 % de närmaste tre åren. Bolaget handlas till EV/EBIT 13,6x för 20/21e.*

### Marknadsutveckling

De senaste åren har varit händelserika för Systemair då bolaget gjort flertalet förvärv samtidigt som de har genomfört omstruktureringar. För Q3'19/20 visade Nord- och Sydamerika tillväxt över våra estimat, samtidigt som Västeuropa och segmentet Övriga marknader var något under våra estimat. Norden, som sedan tidigare visat låg tillväxt, fortsätter i samma takt och omsättningen i regionen är i stort oförändrad mot samma kvartal föregående år. Ryssland är en marknad där Systemair ser vissa potentiella riskmoment relaterade till oljepriser och valutaeffekter vilket kan påverka bolagets försäljning i den ryska marknaden.

### Nya förvärv i ljuset av lönsamhetsförbättringar

Det har skett ett tydligt skifte i bolaget från tillväxt- till marginalfokus. Givet hur marknaden ser ut ser vi denna förändring som naturlig. Bolaget har dessutom initierat prishöjningar för att kompensera för råvaruprisökningar. Alla åtgärder som initieras är i syfte att förbättra marginalen och ledningen är fast beslutna om att kunna nå marginalmålet om 10% på sikt. Marknaden fortsätter att ha en stabil underliggande tillväxt. Ska bolaget kunna nå upp till 10% marginal i rådande marknadsläge så krävs det att dessa åtgärder biter. På våra estimat för 19/20e har vi gjort bedömningen att en rimlig marginal bör vara runt 7,0%-7,5%. Under det senaste året har Systemair genomfört fyra intressanta förvärv; Koolair i Spanien, Greentek i Kanada, Pacific HVAC i Australien samt Maroc i Marocko. Medan de tre sistnämndas lönsamhet bedöms ligga över Systemair-koncernen, räknar vi med att Koolair har en bruttomarginal kring 22-29%, vilket är lägre än koncernnivån, beroende på säsong. Bolagets två senaste förvärv, Maroc och Pacific HVAC genomfördes efter Q1'19/20 utgång, och påverkade därmed marginalen positivt från och med Q2'19/20. Bolagen bedöms bidra till att höja marginalen på sikt och tillsammans omsätta drygt 200 mkr på årsbasis. Noterbart är att Systemair endast förvärvade 60% av aktierna i Maroc, med en option om att förvärva resterande aktier inom tre år.

### Aktien handlas på en premie mot sektorn

Aktien handlas på en EV/EBIT-multipel på 13,6x för 20/21e vilket är en premie mot sektorn. Framåt väntar vi fortsatt en något förbättrad lönsamhet i takt med ett fortsatt skifte i fokus från större till mindre projekt, som historiskt har medfört högre marginaler. Vi ser även goda möjligheter till marginalexpansion på längre sikt baserat på gjorda effektiviseringar och kontinuerliga förbättringar. Vi ser ett motiverat värde per aktie på 153 kr.

# Systemair – Våra estimatförändringar (SEK)

	19/20e			20/21e			21/22e		
	Förr	Nu	Förrändr.	Förr	Nu	Förrändr.	Förr	Nu	Förrändr.
Försäljning	9 192	9 135	-0,6%	9 651	9 501	-1,6%	10 134	9 881	-2,5%
EBIT	681	665	-2,3%	775	749	-3,4%	846	818	-3,3%
EPS JUST	8,9	8,6	-3,2%	10,2	9,6	-6,1%	11,0	10,6	-4,1%

Source: Erik Penser Bank

## Systemair – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

### Resultaträkning

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Nettoomsättning	4 551	5 296	5 882	6 113	6 864	7 301	8 327	9 135	9 501	9 881
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kostnad för sålda varor	-2 924	-3 509	-3 858	-4 010	-4 502	-4 887	-5 373	-6 075	-6 270	-6 472
Bruttovinst	1 627	1 787	2 025	2 102	2 361	2 414	2 955	3 060	3 230	3 409
Försäljningskostnader	-1 041	-1 183	-1 353	-1 400	-1 548	-1 653	-1 827	-1 979	-2 043	-2 105
Administrationskostnader	-226	-285	-314	-337	-365	-361	-389	-418	-418	-445
Forsknings- och utvecklingskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	5	-3	-74	-101	-129	-168	-154	-144	-181	-188
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>366</b>	<b>317</b>	<b>548</b>	<b>522</b>	<b>626</b>	<b>554</b>	<b>762</b>	<b>1 021</b>	<b>1 108</b>	<b>1 210</b>
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill-avskrivningar	-110	-155	-171	-178	-187	-204	-233	-355	-373	-392
<b>Rörelseresultat</b>	<b>256</b>	<b>162</b>	<b>377</b>	<b>344</b>	<b>439</b>	<b>349</b>	<b>529</b>	<b>665</b>	<b>735</b>	<b>818</b>
Extraordinära poster	0	0	0	0	-45	-70	-7	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-38	191	4	-37	-29	-17	-70	-53	-53	-53
<b>Resultat före skatt</b>	<b>218</b>	<b>354</b>	<b>380</b>	<b>307</b>	<b>410</b>	<b>333</b>	<b>458</b>	<b>612</b>	<b>682</b>	<b>765</b>
Skatter	-76	-70	-71	-100	-116	-103	-137	-165	-184	-214
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat, rapporterat</b>	<b>143</b>	<b>284</b>	<b>310</b>	<b>207</b>	<b>294</b>	<b>230</b>	<b>321</b>	<b>447</b>	<b>498</b>	<b>551</b>

### Kassaflödesanalys

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Resultat före avskrivningar	366	317	548	522	626	554	762	1 021	1 108	1 210
Förändring av rörelsekapital	-8	-95	-193	-161	18	-174	-150	-151	-143	-148
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	200	144	158	221	192	355	373	392
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b>	<b>358</b>	<b>222</b>	<b>241</b>	<b>169</b>	<b>465</b>	<b>224</b>	<b>386</b>	<b>651</b>	<b>728</b>	<b>794</b>
Finansiella nettokostnader	-38	-35	-21	-19	-22	-24	-32	-53	-53	-53
Betald skatt	-64	-91	-122	-139	-129	-147	-153	-165	-184	-214
Investeringar	-693	174	-297	-212	-281	-482	-515	-500	-500	-500
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-437</b>	<b>270</b>	<b>-198</b>	<b>-201</b>	<b>32</b>	<b>-429</b>	<b>-129</b>	<b>151</b>	<b>228</b>	<b>294</b>
Utdelningar	-65	-78	-104	-104	-104	-87	-104	-176	-196	-224
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp av egna aktier	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-502</b>	<b>192</b>	<b>55</b>	<b>10</b>	<b>49</b>	<b>-39</b>	<b>33</b>	<b>-25</b>	<b>33</b>	<b>70</b>
Ikke kassaflödespåverkande justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld, rapporterad</b>	<b>1 212</b>	<b>918</b>	<b>1 198</b>	<b>1 329</b>	<b>1 314</b>	<b>1 761</b>	<b>1 996</b>	<b>2 021</b>	<b>1 988</b>	<b>1 918</b>

### Balansräkning

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Goodwill	458	533	614	622	691	759	847	847	847	847
Övriga immateriella tillgångar	172	251	226	189	193	217	265	265	265	265
Materiella anläggningstillgångar	813	1 088	1 288	1 274	1 413	1 722	1 769	1 914	2 041	2 149
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	551	101	180	181	201	240	268	268	268	268
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 994</b>	<b>1 972</b>	<b>2 308</b>	<b>2 265</b>	<b>2 499</b>	<b>2 939</b>	<b>3 149</b>	<b>3 294</b>	<b>3 420</b>	<b>3 529</b>
Varulager	790	921	1 029	1 105	1 170	1 399	1 509	1 553	1 615	1 680
Kundfordringar	897	968	1 165	1 255	1 427	1 632	1 902	2 010	2 090	2 174
Övriga omsättningstillgångar	96	0	0	0	0	12	0	0	0	0
Likvida medel	98	123	188	177	242	213	250	225	258	328
<b>Övriga omsättningstillgångar</b>	<b>1 881</b>	<b>2 012</b>	<b>2 382</b>	<b>2 537</b>	<b>2 839</b>	<b>3 256</b>	<b>3 662</b>	<b>3 788</b>	<b>3 963</b>	<b>4 181</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>3 875</b>	<b>3 984</b>	<b>4 690</b>	<b>4 802</b>	<b>5 338</b>	<b>6 195</b>	<b>6 811</b>	<b>7 082</b>	<b>7 384</b>	<b>7 710</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>										
Eget kapital	1 576	1 881	2 082	2 108	2 381	2 620	2 839	3 110	3 412	3 738
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 576</b>	<b>1 881</b>	<b>2 082</b>	<b>2 108</b>	<b>2 381</b>	<b>2 620</b>	<b>2 839</b>	<b>3 110</b>	<b>3 412</b>	<b>3 738</b>
Långfristiga finansiella skulder	586	286	246	197	319	691	1 070	1 070	1 070	1 070
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	92	107	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	63	107	261	239	259	276	289	289	289	289
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>741</b>	<b>500</b>	<b>506</b>	<b>435</b>	<b>578</b>	<b>966</b>	<b>1 359</b>	<b>1 359</b>	<b>1 359</b>	<b>1 359</b>
Kortfristiga finansiella skulder	724	755	1 140	1 309	1 236	1 283	1 176	1 176	1 176	1 176
Leverantörsskulder	454	405	0	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	61	72	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	319	371	961	950	1 142	1 325	1 437	1 437	1 437	1 437
<b>Kortfristiga skulder</b>	<b>1 558</b>	<b>1 603</b>	<b>2 102</b>	<b>2 259</b>	<b>2 378</b>	<b>2 609</b>	<b>2 613</b>	<b>2 613</b>	<b>2 613</b>	<b>2 613</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>3 875</b>	<b>3 984</b>	<b>4 690</b>	<b>4 802</b>	<b>5 338</b>	<b>6 195</b>	<b>6 811</b>	<b>7 082</b>	<b>7 384</b>	<b>7 710</b>

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Värdering och nyckeltal (SEK)

### Aktiedata

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Vinst per aktie, rapporterad	4,86	8,44	5,96	3,98	5,66	4,42	6,18	8,59	9,57	10,59
Vinst per aktie, justerad	4,86	8,44	5,96	3,98	6,52	5,76	6,31	8,59	9,57	10,59
Rörelsens kassaflöde/aktie	7,91	8,02	1,05	0,20	0,94	-0,75	0,63	-0,48	0,63	1,34
Fritt kassaflöde per aktie	-8,40	5,20	-3,81	-3,86	0,62	-8,25	-2,48	2,90	4,39	5,66
Utdelning per aktie	1,50	3,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	3,38	3,76	4,32
Eget kapital per aktie	30,31	36,17	40,04	40,54	45,79	50,39	54,60	59,81	65,62	71,89
Eget kapital per aktie, ex goodwill	21,51	25,93	28,24	28,58	32,50	35,79	38,32	43,52	49,33	55,61
Substansvärde per aktie	30,31	36,17	40,04	40,54	45,79	50,39	54,60	59,81	65,62	71,89
Nettoskuld per aktie	23,31	17,65	23,05	25,55	25,26	33,87	38,38	38,86	38,23	36,88
EV per aktie	128,06	123,40	138,05	128,05	182,76	149,67	153,38	165,86	165,23	163,88
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0

### Värdering

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
P/E-tal, rapporterat	21,5	12,5	19,3	25,7	27,8	26,2	18,6	14,8	13,3	12,0
P/E-tal, justerat	21,5	12,5	19,3	25,7	24,1	20,1	18,2	14,8	13,3	12,0
Kurs/rörelsens kassaflöde	13,2	13,2	109,7	517,5	168,2	NM	182,3	NM	201,1	94,5
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	NM	20,3	NM	NM	255,1	NM	NM	43,8	28,9	22,4
Fritt kassaflöde/börsvärde	-8,0	4,9	-3,3	-3,8	0,4	-7,1	-2,2	2,3	3,5	4,5
Direktavkastning	1,4	2,8	1,7	2,0	1,3	1,7	1,7	2,7	3,0	3,4
Utdelningsandel, justerad	30,9	35,6	33,6	50,2	30,7	34,7	31,7	39,4	39,3	40,8
Kurs/eget kapital	3,46	2,92	2,87	2,53	3,44	2,30	2,11	2,12	1,94	1,77
Kurs/eget kapital, ex goodwill	4,87	4,08	4,07	3,59	4,85	3,24	3,00	2,92	2,57	2,28
Kurs/substansvärde	3,46	2,92	2,87	2,53	3,44	2,30	2,11	2,12	1,94	1,77
EV/omsättning	1,46	1,21	1,22	1,09	1,38	1,07	0,96	0,94	0,90	0,87
EV/EBITDA	18,2	20,2	13,1	12,7	15,2	14,1	10,5	8,4	7,8	7,1
EV/rörelseresultat	26,0	39,6	19,1	19,4	21,6	22,3	15,1	12,9	11,7	10,5
Aktiekurs, årsslut	104,75	105,75	115,00	102,50	157,50	115,80	115,00	127,00	127,00	127,00
Aktiekurs, årshögsta	108,00	134,75	122,75	138,00	159,00	158,50	119,80	189,50	-	-
Aktiekurs, årslägst	69,75	97,75	89,50	99,00	95,50	104,00	85,80	108,00	-	-
Aktiekurs, årssnitt	81,88	106,15	110,58	115,64	109,20	136,75	105,72	121,72	167,37	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	5 447	5 499	5 980	5 330	8 190	6 022	5 980	6 604	6 604	6 604
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	6 659	6 417	7 178	6 659	9 504	7 783	7 976	8 598	8 598	8 598

### Tillväxt och marginaler

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Omsättningstillväxt, årsförändring	13,9	16,4	11,1	3,9	12,3	6,4	14,1	9,7	4,0	4,0
Rörelseresultat, årsförändring	16,5	-36,6	132,3	-8,7	27,6	-20,4	51,4	25,8	10,5	11,3
Vinst per aktie, årsförändring	62,9	73,5	-29,4	-33,1	63,7	-11,6	9,5	36,1	11,4	10,6
EBITDA marginal	8,0	6,0	9,3	8,5	9,1	7,6	9,2	11,2	11,7	12,2
EBITA marginal	8,0	6,0	9,3	8,5	9,1	7,6	9,2	11,2	11,7	12,2
Rörelsemarginal	5,6	3,1	6,4	5,6	6,4	4,8	6,4	7,3	7,7	8,3
Vinstmarginal, justerad	4,8	6,7	6,5	5,0	6,6	5,5	5,6	6,7	7,2	7,7
Nettomarginal, justerad	3,1	5,4	5,3	3,4	4,9	4,1	3,9	4,9	5,2	5,6
Skattesats	34,6	19,7	18,6	32,6	28,3	31,0	29,9	27,0	27,0	28,0

### Lönsamhet

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Avkastning på eget kapital	9,6	16,4	15,6	9,9	15,1	12,0	12,0	15,0	15,3	15,4
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	12,6	12,5	13,5	12,6	13,3	13,8	12,9	12,8	13,9	13,9
Avkastning på sysselsatt kapital	10,3	5,8	12,4	10,2	12,3	8,7	11,5	13,3	14,0	14,8
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	12,5	10,5	10,8	9,9	10,2	9,9	11,0	11,2	12,0	12,4

### Investeringar och kapitaleffektivitet

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Investeringar	693	-174	297	212	281	482	515	500	500	500
Investeringar/omsättning	15,2	-3,3	5,0	3,5	4,1	6,6	6,2	5,5	5,3	5,1
Investeringar/avskrivningar	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Varulager/omsättning	17,4	17,4	17,5	18,1	17,1	19,2	18,1	17,0	17,0	17,0
Kundfordringar/omsättning	19,7	18,3	19,8	20,5	20,8	22,4	22,8	22,0	22,0	22,0
Leverantörsskulder/omsättning	10,0	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelsekapital/omsättning	27,1	28,0	37,3	38,6	37,8	41,5	41,0	39,0	39,0	39,0
Kapitalomsättningshastighet	1,31	1,35	1,36	1,29	1,35	1,27	1,28	1,32	1,31	1,31

### Finansiell ställning

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Nettoskuld, rapporterad	1 212	918	1 198	1 329	1 314	1 761	1 996	2 021	1 988	1 918
Soliditet	40,7	47,2	44,4	43,9	44,6	42,3	41,7	43,9	46,2	48,5
Skuldsättningsgrad	0,77	0,49	0,58	0,63	0,55	0,67	0,70	0,65	0,58	0,51
Nettoskuld/börsvärde	0,22	0,17	0,20	0,25	0,16	0,29	0,33	0,31	0,30	0,29
Nettoskuld/EBITDA	3,3	2,9	2,2	2,5	2,1	3,2	2,6	2,0	1,8	1,6

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

### Resultaträkning

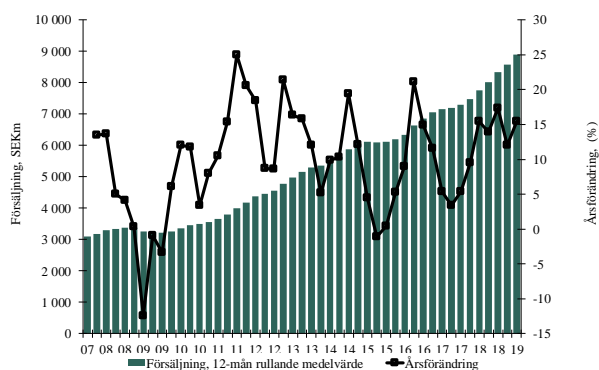
	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19	Q119/20	Q219/20
Nettoomsättning	1 715	1 733	1 837	1 864	1 773	1 827	2 013	2 151	2 019	2 144	2 254	2 483
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga rörelsekostnader	-16	-40	-34	-36	-33	-66	-30	-59	-34	-31	-41	-40
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>153</b>	<b>97</b>	<b>182</b>	<b>193</b>	<b>119</b>	<b>60</b>	<b>201</b>	<b>246</b>	<b>139</b>	<b>177</b>	<b>258</b>	<b>373</b>
Avskrivningar och amorteringar	-48	-49	-49	-49	-52	-55	-56	-57	-58	-63	-85	-89
<b>Rörelseresultat</b>	<b>105</b>	<b>48</b>	<b>133</b>	<b>144</b>	<b>68</b>	<b>5</b>	<b>145</b>	<b>189</b>	<b>80</b>	<b>114</b>	<b>173</b>	<b>284</b>
Extraordinära poster	0	0	-0	-5	-21	-44	0	0	-7	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-30	-5	-27	-0	-15	26	-35	-11	-6	-18	4	-20
<b>Resultat före skatt</b>	<b>75</b>	<b>43</b>	<b>106</b>	<b>144</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Resultat före skatt, justerat</b>	<b>75</b>	<b>43</b>	<b>106</b>	<b>149</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Skatter	-24	-15	-30	-42	-11	-19	-38	-52	-30	-18	-49	-70
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoreultat, rapporterat</b>	<b>51</b>	<b>29</b>	<b>76</b>	<b>101</b>	<b>42</b>	<b>12</b>	<b>72</b>	<b>126</b>	<b>45</b>	<b>78</b>	<b>129</b>	<b>194</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19	Q119/20	Q219/20
Nettoomsättning	21,1	14,9	11,6	5,3	3,4	5,4	9,6	15,4	13,9	17,3	12,0	15,4
Rörelseresultat	249,2	-23,3	-0,1	-6,1	-35,7	-89,1	9,0	31,3	18,5	2 094,2	19,4	50,3
EBITDA marginal	8,9	5,6	9,9	10,3	6,7	3,3	10,0	11,4	6,9	8,3	11,5	15,0
Rörelsemarginal	6,1	2,8	7,2	7,7	3,8	0,3	7,2	8,8	4,0	5,3	7,7	11,4
Vinstmarginal, justerad	4,4	2,5	5,8	8,0	1,2	2,4	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Skattesats	32,4	33,6	28,7	29,4	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM

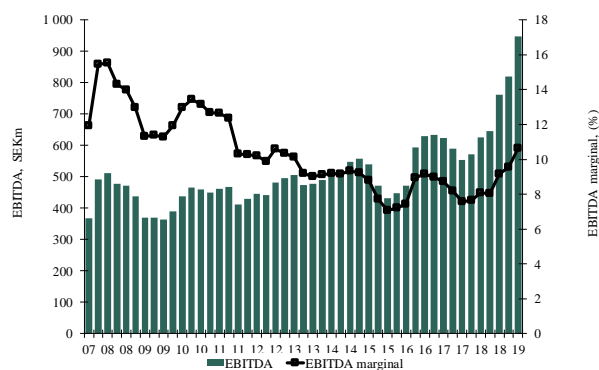
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Systemair – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



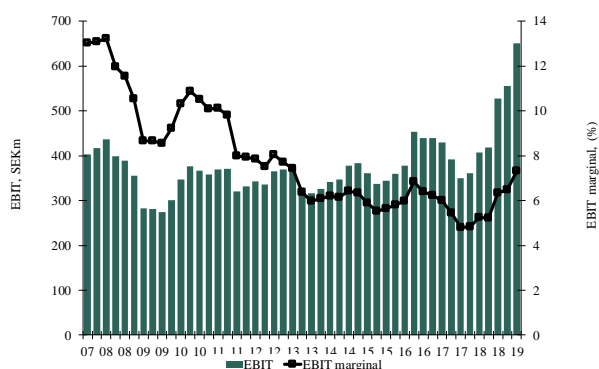
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Systemair – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



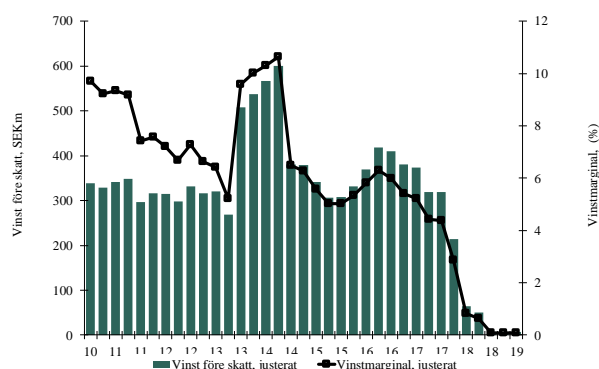
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Systemair – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Systemair – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

---

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månaders perioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställda handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.