



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 31 August 2021

Systemair

Fortsatt organisk tillväxt

Fortsatt tillväxt

Nettoomsättningen för Q1'21/22 uppgick till 2 290 mkr (2 100) motsvarande en tillväxt om 9,1 % (13 % organiskt). Våra estimat var om 2 246 och avvikelsen var därmed + 2 %. Västeuropa och Norden växer 13 respektive 8 % organiskt.

Resultatet enligt förväntan

Rörelseresultatet för perioden uppgick till 210 mkr mot våra estimat om 200. Avvikelsen var därmed 5 %. Vi justerar våra estimat marginellt under kommande år. Vi noterar att Systemair ser viss risk för effekter av komponentbrister under kommande kvartal, men dessa faktorer har vi i viss mån redan tagit höjd för. Vi bibehåller våra tillväxtestimat för 22/23e och 23/24e.

Oförändrad rikt Kurs

Vi ser en oförändrad rikt Kurs om 265 - 270 kr per aktie. Värderingen är primärt underbyggd av en DCF och en multipelvärdering. Se mer utförlig beskrivning av värderingen under värderingssegmentet. Vi bedömer fortsatt att tillväxtförväntningarna under kommande år för rådande värderingsnivåer är svåra att leva upp till. Vi ser en rikt Kurs om 265 - 270 kr per aktie och låg risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	Motiverat värde	265.00 - 270.00	
EPS, just 21/22e	11.24	10.67	5.4%	Sales,m	8,519	9,100	9,646	10,128	Current price	315.00
EPS, just 22/23e	12.21	11.87	2.9%	Sales Growth	(4.4)%	6.8%	6.0%	5.0%	Riskenivå	Low
EPS, just 23/24e	13.15	12.79	2.8%	EBITDA, m	1,077	1,224	1,323	1,410		
				EBIT, m	676.7	863.8	945.3	1,012.8		
				EPS, adj	7.81	11.24	12.21	13.15		
				EPS Growth	6.4%	44.0%	8.6%	7.7%		
				Equity/Share	64.0	70.8	78.1	86.0		
				Dividend	3.00	4.00	4.00	4.00		
				EBIT Marginal	7.9%	9.5%	9.8%	10.0%		
				EV/Sales	2.13x	2.00x	1.88x	1.80x		
				EV/EBITDA	16.9x	14.9x	13.7x	12.9x		
				EV/EBIT	26.9x	21.0x	19.2x	18.0x		
				P/E, adj	40.3x	28.0x	25.8x	24.0x		
				P/Equity	4.9x	4.5x	4.0x	3.7x		
				Dividend yield	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%		
				FCF yield	7.8%	3.3%	4.3%	5.6%		
				Net Debt/EBITDA	1.4g	1.2g	1.1g	0.9g		

Kommande händelser	
Q2 2021/22	2021-12-09
Q3 2021/22	2022-03-10

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	52.0m
Market cap	16,380
Nettoskuld	1,801
EV	18,181
Free Float	46.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	29.0(k)
Reuters/Bloomberg	SYSR.ST/SYSR SS

Kursutveckling 12 mån	

Analytiker	
	hjalmar.jernstrom@penser.se



Sammanfattning

Fortsatt organisk tillväxt

Investment Case

Systemair är ett marknadsledande ventilationsföretag med lång historik av organisk och förvärvsdriven tillväxt. Tematiskt drivs den underliggande tillväxten av urbanisering, digitalisering och hållbarhetskrav. Systemair uppskattar att man har ca 8 % av den europeiska HVAC-marknaden och 5 % av den globala marknaden. Den underliggande tillväxten i marknaden är ca 6 %, samtidigt som förvärv historiskt har bidragit till koncernens tillväxt.

Bolags profil

Systemair är en global aktör på HVAC-marknaden som tillverkar och säljer bland annat fläktar, ventilationsaggregat, luftkonditionering, luftridåer, värme produkter och produkter för luftdistribution. Strategiskt fokuserar Systemair på innovationsförmåga och tillgänglighet för bolagets produkter. Bolaget grundades 1974.

Värdering

Systemair handlas till EV/EBIT för 22/23e om 19x. Samtidigt handlas verkstadsindex (OMX Nordic Industrials) till 18,5x EV/EBIT för NTM. Bland gruppen jämförelsebolag är genomsnittlig EV/EBIT för NTM 17x (konsensus). Peer-gruppen redovisar starkare lönsamhet (genomsnitt EBIT-marg. 13 %). Tillväxten är dock lägre (genomsnittlig topline-tillväxt om 3 % för 2021e, konsensus). Vi driver tesen att värderingarna i sektorn reflekterar förväntningar på omsättningssiffror som börjar stärkas om 3-4 år.

Vi bedömer att Systemair förtjänar en hög multipel mot bakgrund av överlägsen andel intäkter som omfattas av taxonomin, trots osäkerheter kring taxonomins fulla inverkan för HVAC-branschen. EV/EBIT 18x för 2022/23e ger ett motiverat värde om 265-270 kr och låg risk, vilket är oförändrat från föregående uppdatering. Värderingsspannet 265-270 kr underbyggs av en DCF. Vi tillämpar en WACC om 7,5 %.

Avvikelseanalys

Systemair fortsätter redovisa stark organisk tillväxt och växer i kvartalet med 13,3 %. Västeuropa och Norden växer 13 respektive 8 % organiskt. Norden är särskilt stark då föregående år (Q1'20/21) inte uppvisade några tydliga Covid-19-effekter. Östeuropa växer kraftigt (24 % organiskt) men jämförs också mot relativt sett svaga jämförelsekvartal där samma kvart föregående år uppvisade en organisk tillväxt om - 21 %. Nord- och Sydamerika har förvisso en begränsad effekt på koncernens omsättning men marknaden tappar det starka momentum man avslutade förra räkenskapsåret med. För perioden uppgick tillväxten till 1,8 % (7 % organiskt). 7 % är förvisso starkt men ska jämföras mot 22 % organiskt i Q4'20/21. Vi bedömer att komponentbrister fördröjt leveranserna i USA vilket bidragit till utvecklingen i kvartalet.

Parameter	Utfall	EPB		Diff	Kommentar
		estimat			
Intäkter	2 290	2 246,0		2%	Små avvikelser bl.a. Europa
EBITDA	300	290,0		3%	
EBIT	210	200,0		5%	
EPS	2,98	2,5		20%	

Estimatförändringar

Vi noterar oron för att komponentbrist ska påverka Systemairs leveransförmåga framöver. Leveranssvårigheterna är dock en risk vi belyst tidigare och redan tagit höjd för. Vi gör endast mindre justeringar av våra intäkts- och lönsamhetsestimater för prognosperioden, se sammanfattning nedan. Sektorbolaget Lindab har guidat för problem relaterade till stålpriserna som kommer sträcka sig till 2022. Vi bedömer att Systemair även fortsatt kan överföra prishöjningar mot kunderna, men fortsätter att bevaka utvecklingen av prisnivåerna.

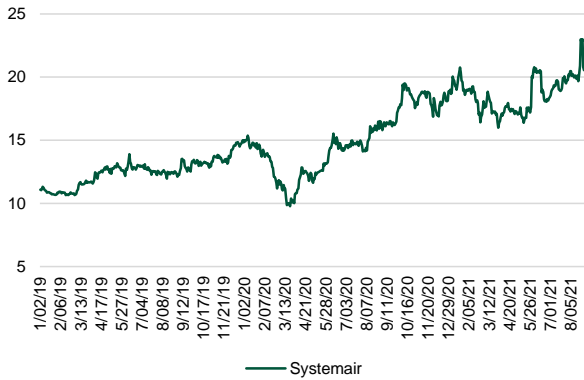
Nya estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	9 100	9 646	10 128
Tillväxt	7%	6%	5%
EBIT	863,8	945,3	1 012,8
Rörelsemarginal	9,5%	9,8%	10,0%
EPS	11,24	12,21	13,15

Tidigare estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	9 020	9 562	10 040
Tillväxt	6%	6%	5%
EBIT	850,0	937,0	1 004,0
Rörelsemarginal	10,0%	10,0%	10,0%
EPS	10,67	11,87	12,79

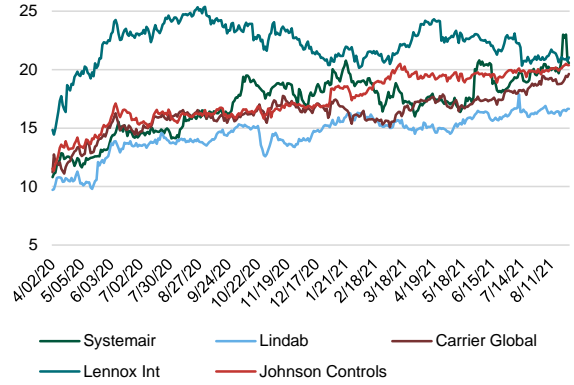
Förändring i %	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	1%	1%	1%
EBIT	2%	1%	1%
EPS	5%	3%	3%

Nedan anges historisk framåtblickande värdering för Systemair samt sektorkollegor med exponering mot HVAC-branschen. Vi noterar även att bolag med hög TER (Taxonomy Eligible Revenue) premierats med högre värderingar senaste två åren.

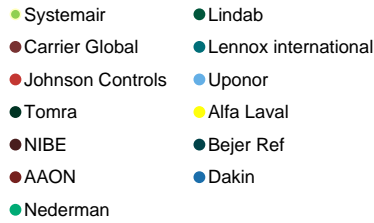
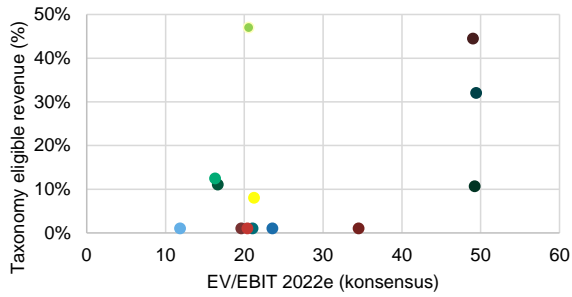
EV/EBIT NTM (x, konsensus)



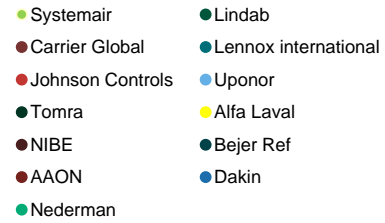
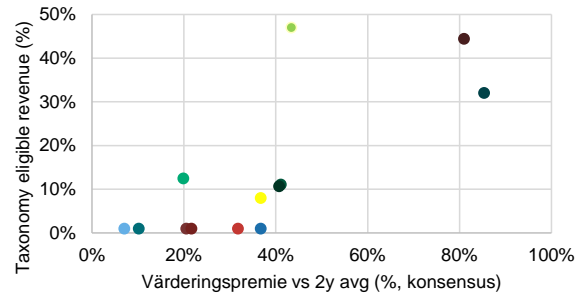
EV/EBIT NTM (x, konsensus)



TER vs EV/EBIT 2022e (konsensus)



TER vs värderingspremie (konsensus, %)



Nedan sammanfattas detaljer för vår DCF-modell. Vi har tillämpat en WACC om 7,5 %, en långsiktig rörelsemarginal om 10 % och en tillväxt bortom prognosfönstret om 2,4 %. Tabellerna visar även känsligheten för antaganden kring diskonteringsränta, rörelsemarginal samt långsiktig tillväxt. Vi ser ett motiverat värde om 271 kr per aktie. Vi har även gjort en multipelvärdering. 18x EV/EBIT 2022/23e indikerar ett värde om 287 kr per aktie. Vi bedömer att DCF-modellen bättre fångar upp värden i bolaget och därmed är mer tillämpbar.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	6 426
PV of terminal value (perpetuity formula)	9 469
Enterprise value	15 895
Latest net debt	1 801
Minority interests & other	0
Equity value	14 094
No. of shares outstanding (millions)	52
Equity value per share (SEK)	271

Implicit multipl.	21/22	22/23	23/24
EV/Sales	1,7	1,6	1,6
EV/EBITDA	13,0	12,0	11,3
EV/EBIT	18,4	16,8	15,7
EV/NOPLAT	23,6	21,6	20,1
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			341

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	0,0%
Beta	1,1
Cost of equity	8,1%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	7,5%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,4%
Long term EBIT margin	10,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Sensitivity analysis

Long-term growth rate

		1,4%	1,9%	2,4%	2,9%	3,4%
WACC	6,5%	287	315	351	396	456
	7,0%	256	279	307	341	385
	7,5%	230	249	271	298	332
	8,0%	208	224	242	264	290
	8,5%	190	203	218	235	256

Long-term EBIT margin

		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	6,5%	197	274	351	428	505
	7,0%	174	240	307	373	439
	7,5%	155	213	271	329	387
	8,0%	140	191	242	293	344
	8,5%	127	172	218	263	309

Valuation output

Last paid	340
Aktier	52
BV	17 680
EV	19 481
Net debt	1 801

Target multiple (EBIT x, 22e)	18
Target EV	16 732
Less net debt	1 801
Target BV	14 931
Price per share	287

Resultaträkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoomsättning	6 864	7 301	8 327	8 915	8 519	9 100	9 646	10 128
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-5 884	-6 241	-6 533
Bruttovinst	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 216	3 405	3 596
Övriga rörelseintäkter	120	117	170	170	196	171	193	203
Försäljningskostnader	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-1 935	-2 026	-2 127
Administrationskostnader	-365	-361	-389	-424	-428	-406	-434	-456
Övriga kostnader	-129	-168	-154	-214	-190	-182	-193	-203
Rörelseresultat (EBITDA)	626	554	762	985	1 077	1 224	1 323	1 410
Avskrivningar	-187	-204	-233	-358	-400	-360	-378	-397
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	864	945	1 013
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	864	945	1 013
Finansiella intäkter	3,2	4,3	2,9	0,0	0,0	0,0	0	0
Finansiella kostnader	-29	-17	-73	-82	-113	-63	-63	-63
Resultat före skatt	410	333	458	545	564	800	882	949
Skatter	-116	-103	-137	-158	-153	-216	-247	-266
Minoritetsintressen								
Nettoresultat Rapporterat	294	231	321	385	411	585	635	684
Nettoresultat (just)	294	231	321	385	411	585	635	684

Kassaflödesanalys

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoresultat Rapporterat	294	230	321	385	411	585	635	684
Icke kassaflödespåverkande poster	152	169	215	349	392	360	378	397
Förändringar i rörelsekapital	18	-174	-150	57	136	-214	-213	-188
Kassaflöde från den operationella verksamheten	465	224	386	844	994	730	800	892
Finansiella nettokostnader	-22	-24	-32	-38	-28	-63	-63	-63
Betald skatt	-69	-64	-91	-150	-183	-216	-247	-266
Investeringar	-281	-482	-515	-235	-448	-500	-500	-500
Avyttringar								
Fritt Kassaflöde	183	-258	-129	609	546	230	300	392
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-281	-482	-515	-235	-448	-500	-500	-500
Utdelningar	-104	-87	-104	-104	0	-234	-254	-273
Nyemission/återköp								
Amortering	-290	-242	-360	-350	-392	-360	-378	-397
Lånefinansiering och övriga justeringar	259	564	626	-111	-166	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-135	219	162	-461	-557	-234	-254	-273
Kassaflöde	49	-39	33	148	-12	-4	46	119
Nettoskuld (just)	1314	1761	1996	1896	1540	1472	1426	1307

Balansräkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
TILLGÅNGAR								
<i>Immateriella anläggningstillgångar</i>								
Goodwill	691	759	847	820	736	736	736	736
Övriga immateriella anläggningstillgångar	193	217	265	248	211	211	211	211
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>								
Byggnader och mark	1 413	1 722	1 769	1 988	2 118	2 258	2 380	2 483
Övriga anläggningstillgångar	201	240	268	255	238	238	238	238
Summa anläggningstillgångar	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 442	3 564	3 667
Varulager	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	1 547	1 640	1 722
Kundfordringar	1 252	1 462	1 685	1 840	1 898	2 002	2 122	2 228
Likvida medel	242	213	250	378	319	315	361	480
Summa omsättningstillgångar	2 863	3 245	3 662	3 789	3 654	3 864	4 123	4 430
SUMMA TILLGÅNGAR	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	7 306	7 687	8 097
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 681	4 062	4 472
Minoritetsintressen								
Summa Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 681	4 062	4 472
Långfristiga finansiella skulder	319	691	1 070	1 120	1 052	1 052	1 052	1 052
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	259	276	289	272	260	260	260	260
Summa Långfristiga skulder	578	966	1 359	1 392	1 311	1 311	1 311	1 311
Kortfristiga finansiella skulder	1 236	1 283	1 176	1 154	736	736	736	736
Övriga Kortfristiga skulder	236	240	301	1 470	1 578	1 578	1 578	1 578
Upplupna kostnader	273	318	304	0	0	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	2 402	2 599	2 613	2 624	2 314	2 314	2 314	2 314
Summa skulder	2 980	3 566	3 972	4 015	3 625	3 625	3 625	3 625
Summa Eget Kapital och skulder	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	7 306	7 687	8 097

Tillväxt och marginaler

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Omsättningstillväxt	12%	6%	14%	7%	-4%	7%	6%	5%
EBIT-tillväxt	28%	-20%	51%	19%	8%	28%	9%	7%
EPS-tillväxt	42%	-22%	40%	19%	6%	44%	9%	8%
Bruttomarginal	34%	33%	25%	35%	35%	35%	35%	36%
EBITDA-marginal	9%	8%	9%	11%	13%	13%	14%	14%
EBIT-marginal	6%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	10%

Finansiell ställning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoskuld	1 314	1 761	1 996	1 896	1 468	1 472	1 426	1 307
Soliditet	45%	42%	42%	43%	48%	50%	53%	55%
Nettoskuldsättningsgrad	65%	75%	79%	74%	54%	49%	44%	40%
Nettoskuld / EBITDA	2,1	3,2	16,9	1,9	1,4	1,2	1,1	0,9

Värderingsmultiplar

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
P/E	28	26	19	19	32	30	28	26
P/EK	3,4	2,3	2,1	2,3	4,0	4,8	4,4	4,0
P/FCF	45	-14	-46	12	24	76,9	59,0	45,1
Direktavkastning	1%	2%	2%	0%	1%	1%	1%	1%
Utdelningsandel	35%	45%	32%	0%	38%	36%	33%	30%
EV/Sales	1,4	1,1	1,0	1,0	1,7	2,1	2,0	1,9
EV/EBITDA	15,2	14,1	10,5	9,2	13,6	15,9	14,7	13,8
EV/EBIT	21,6	22,3	15,1	14,5	21,7	22,6	20,6	19,3
EV, årets slut	9 504	7 783	7 976	9 082	14 676			

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

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån 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%.

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. 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 anställdas 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 fondhandlarförningens 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

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se