



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 13 December 2021

Systemair

Q2 i linje med förväntningar

Q2 2021/22

Systemair redovisar intäkter under Q2'21/22 om 2 404 mkr, i stort i linje med våra estimat om 2 384 mkr. Omsättningen motsvarar en tillväxt y/y om 8,9%, och 9,1% organiskt. Bruttomarginalen var 35,6% (35,9%), och rörelseresultatet var 238 mkr (mot våra estimat om 248 mkr). Detta motsvarar en rörelsemarginal om 9,9%, där den justerade rörelsemarginalen var över 10%.

Effekter av komponentbrist

Komponentbristen påverkar fortsatt bolaget och vi bedömer att effekterna kan kvarstå. Samtidigt bedömer vi att bolaget har påvisat en god förmåga att höja priserna på sina produkter för att reflektera högre råvarupriser, och därmed har man parerat delar av den minskade volymen.

Ny värderingsansats

Vi höjer lönsamhetsestimaten för kommande år, samt förväntad tillväxttakt för 2025-2030. Vidare antar vi en högre långsiktig marginal, som drivs av besparingar och produktmix. Sammantaget ser vi flera aspekter som motiverar en förstärkt multipel - se utförlig genomgång längre ned. Vi ser ett motiverat värde om 98 - 100 kr (66,25 - 67,5). Vi ser utöver det en starkt förvärvsambition som ger ytterligare potentiell uppsida.

| Kommande händelser | | Prognos (kr) | | | | Värde och risk | |
|--|------------|--|-------|-------|-------|-----------------|----------------|
| Q3-rapport | 2022-03-10 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 | Motiverat värde | 98.0 - 100.0 |
| Q4-rapport | 2022-06-08 | | | | | | |
| Bolagsfakta (mkr) Antal aktier 208m Börsvärde 18,377 Nettoskuld 1,748 EV 20,125 Free float 46% Daglig handelsvolym, snitt 115(k) Reuters/Bloomberg SYSR.ST/SYSR.SS | | Omsättning, mkr | 8,519 | 9,103 | 9,649 | 10,131 | Aktiekurs 88.4 |
| | | Tillväxt | (4)% | 7% | 6% | 5% | Riskenivå Low |
| | | EBITDA, mkr | 1,077 | 1,212 | 1,354 | 1,442 | |
| | | EBIT, mkr | 677 | 851 | 975 | 1,044 | |
| | | EPS, justerad | 7.8 | 2.8 | 3.1 | 3.4 | |
| | | EPS tillväxt | 6% | (65)% | 14% | 8% | |
| | | EK/aktie | 16.0 | 17.7 | 19.5 | 21.6 | |
| | | Utdelning/aktie | 3.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | |
| | | EBIT-marginal | 7.9% | 9.4% | 10.1% | 10.3% | |
| | | EV/Sales | 2.4x | 2.2x | 2.1x | 2.0x | |
| | | EV/EBITDA | 18.7x | 16.6x | 14.9x | 14.0x | |
| | | EV/EBIT | 29.7x | 23.6x | 20.7x | 19.3x | |
| | | P/E, justerad | 11.3x | 32.1x | 28.3x | 26.3x | |
| | | P/EK | 5.5x | 5.0x | 4.5x | 4.1x | |
| | | Direktavkastning | 2.2% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | |
| | | FCF yield | 7.8% | 0.8% | 1.1% | 1.5% | |
| | | Nettosk./EBITDA | 1.4g | 1.2g | 1.1g | 0.9g | |
| | | Kursutveckling 12 mån | | | | | |
| | | Analytiker hjalmar.jernstrom@penser.se | | | | | |



Sammanfattning

Q2 i linje med förväntningar

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.

Bolagsprofil

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

Värdering

Vi värderar Systemair med en multipelbaserad ansats som kompletteras med en DCF. Vi väljer att göra justeringar av vår DCF-modell för att reflektera förändringar i bolagets förutsättningar. Vi ser primärt en långsiktig lönsamhet som har potential att uppgå till 12% (10%). Den högre långsiktiga lönsamhetsprofilen kan enligt våra bedömningar uppnås genom en kombination av mer gynnsam produktmix, kombinerat med att man kan upprätthålla delar av de besparingar man drivit genom under 2020-2021. Vi ser ett motiverat värde om 98 - 100 kr per aktie. Vi ser utöver det en starkt M&A-agenda som kan innebära ytterligare uppsida - se genomgång längre ned.

Kvartalet i detalj

Systemair redovisade intäkter i Q2 om 2 404 mkr (2 207 mkr) motsvarande en tillväxt om 9% y/y. Även organiskt var tillväxten 9%. Norden växte 5% y/y, varav 1,9% organiskt. Västeuropa växte 1,5%, varav hela tillväxten var organisk. Östeuropa växte 18%, med samma siffra organiskt. Nord och Sydamerika växer 28% y/y, varav 25% organiskt. Tillväxten här var primärt från Nordamerika, där återhämtningsprogrammen och skolrenoveringar som gynnat bolaget under 2021 fortsätter att bidra till tillväxt. Övriga marknader växte 18% (25% organiskt). Tillväxten är fortsatt en kombination av högre prissättning och volymtillväxt, där effekterna är varierande beroende på marknad. Vi ser att den starka tillväxten i kvartalet visar på en stark prissättningsförmåga.

Komponentbristen fortsätter påverka bolaget. Systemair har byggt upp lager som är förhållandevis höga, men noterar samtidigt att komponentbristen medför att ordrar på samtliga marknader förblir ouppfyllda. Vi bedömer dock att det är för tidigt att säga något om förlorade intäkter, och att det primärt är förskjutna orderleveranser som är effekten.

Kostnaderna visar inga större överaskningar, men vi noterar att bolaget närmar sig sin målsättning om en rörelsemarginal om 10%, och bedömer att det finns ytterligare uppsida för lönsamheten. Nedan sammanfattas våra estimat relativt utfall i kvartalet.

| Parameter | Utfall | EPB | Diff | Kommentar |
|-----------|--------|---------|------|-----------|
| | | estimat | | |
| Intäkter | 2 404 | 2 384,0 | 1% | - |
| EBITDA | 329 | 338,0 | -3% | - |
| EBIT | 238 | 248,0 | -4% | - |
| EPS | 0,74 | 0,8 | -6% | - |

Nyrekryteringar reflekterar förvärvsambition

Systemair har meddelat två nyrekryteringar. Anders Gustafsson kommer anställas med ett globalt ansvar för supply chains, vilket omfattar produktion, logistik, inköp och teknologi. Janni Weber är anställd med M&A-ansvar, och kommer ha ansvar för att hantera förvärvsprospekt. Vi bedömer att detta reflekterar att Systemair åter har förvärvsambitioner, från att det inte varit ett operationellt fokus under några år.

Estimatförändringar

Nedan sammanfattas våra esimatjusteringar. Vi gör inga justeringar av tillväxtestimaten i prognosperioden, men justerar våra kostnadsestimat något. Detta leder till att man uppnår det uppsatta målet om 10% redan nästa räkenskapsår, i våra estimat.

| Nya estimat | 21/22e | 22/23e | 23/24e |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|
| Omsättning | 9 103 | 9 649 | 10 131 |
| Tillväxt | 7% | 6% | 5% |
| EBIT | 851,4 | 974,5 | 1 043,5 |
| Rörelsemarginal | 9,4% | 10,1% | 10,3% |
| EPS | 11,02 | 12,51 | 13,46 |

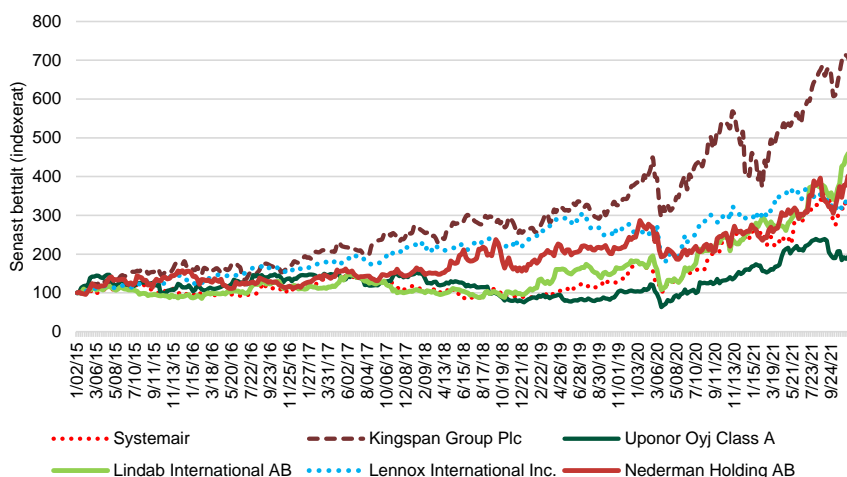
| Tidigare estimat | 21/22e | 22/23e | 23/24e |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Omsättning | 9 100 | 9 646 | 10 128 |
| Tillväxt | 7% | 6% | 5% |
| EBIT | 863,8 | 945,3 | 1 012,8 |
| Rörelsemarginal | 9,5% | 9,8% | 10,0% |
| EPS | 11,24 | 12,21 | 13,15 |

| Förändring i % | 21/22e | 22/23e | 23/24e |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|
| Omsättning | 0% | 0% | 0% |
| EBIT | -1% | 3% | 3% |
| EPS | -2% | 2% | 2% |

Kursutveckling och värdering - många sektorbolag har uppvärderats sedan 2020

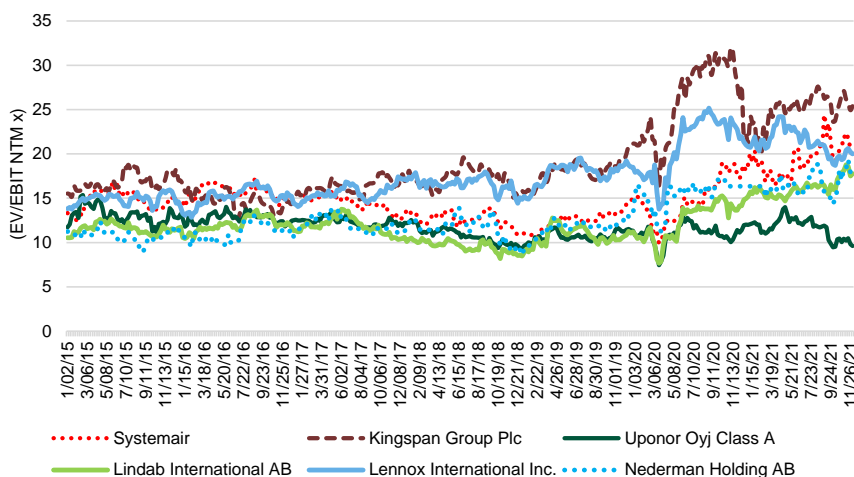
Nedan sammanfattas kursutvecklingen och värderingsutvecklingen för utvalda sektorbolag eller bolag med liknande kundexponering. Det går att notera att Kingspan har haft en mycket stark utveckling sedan 2015, tillsammans med Lindab. Nederman, Lennox och Lindab haft starkare kursutveckling än Systemair. Många bolag som sett en kraftig multipelexpansion har haft den förlagd till perioden 2020-2021.

Kursutveckling sektorbolag



Källa: Erik Penser Bank, Factset.

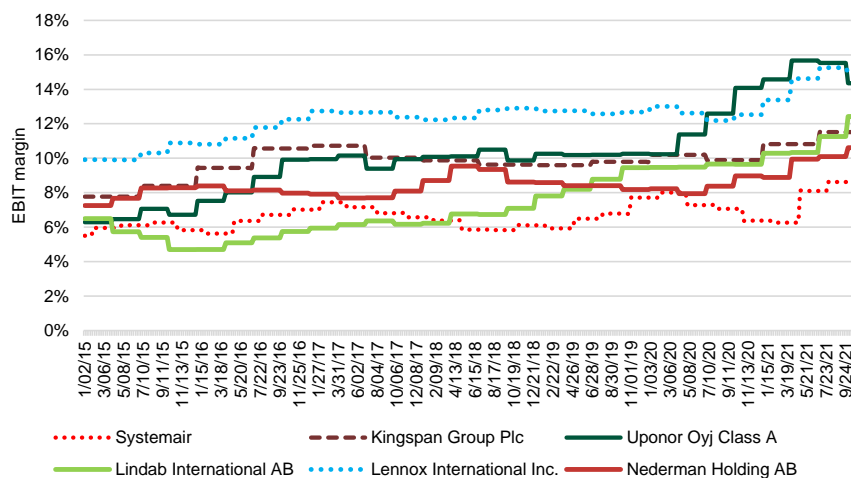
EV/EBIT NTM (x, konsensus)



Källa: Erik Penser Bank, Factset.

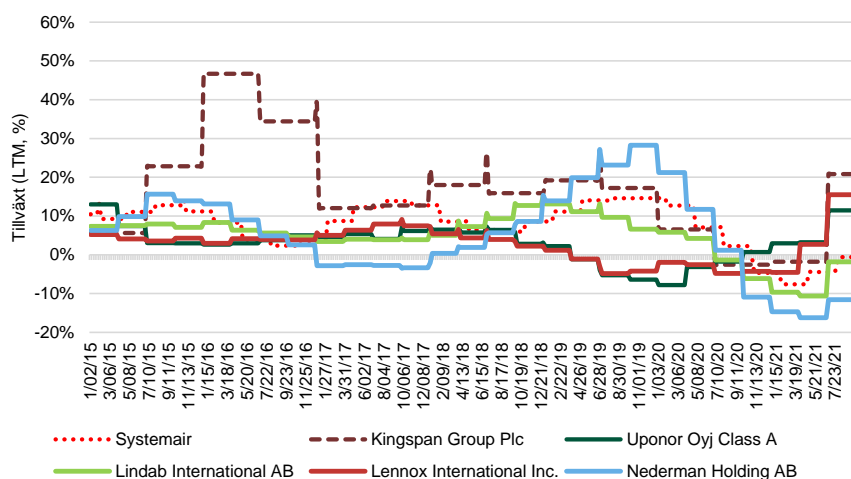
Marginalerna är inte hela förklaringen. Trots starkast kursutveckling har Kingspan inte haft starkast marginalutveckling sedan 2015. Nedan sammanfattas utvecklingen av rörelsemarginalen och försäljningstillväxten. Lindab har stärkt rörelsemarginalen från 6% till 12% under femårsperioden, Lennox har gått från 5% till 9% och Systemair har gått från under 6% till omkring 9%. Samtidigt är det en stor spridning i både marginal och tillväxt under hela perioden.

Rörelsemarginal sektor (LTM, %)



Källa: Erik Penser Bank, Factset.

Tillväxt sektor (LTM, %)

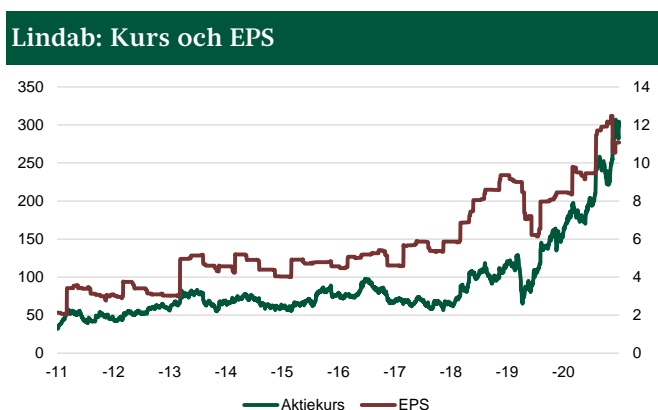
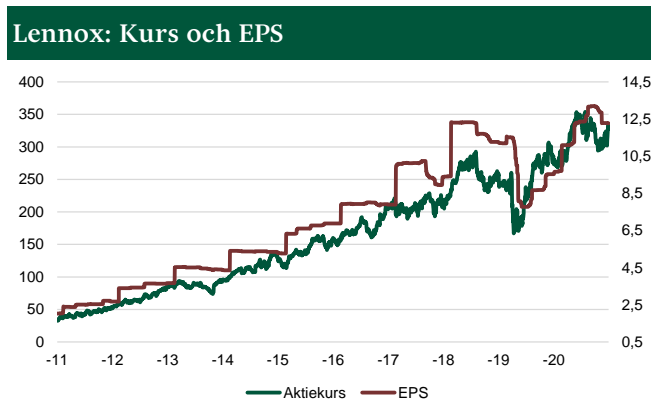
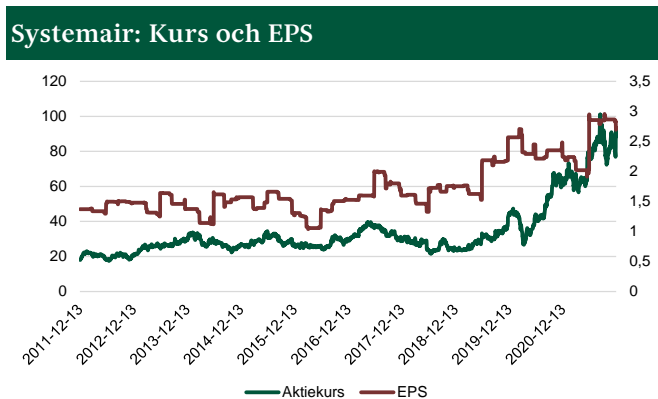


Källa: Erik Penser Bank, Factset.

Sammantaget ser vi att flera aktier gått starkt under en femårsperiod. Flera aktier har uppvärderats i sektorn, men förhållandet mellan stärkt lönsamhet förklarar inte nödvändigtvis hela utvecklingen. Flera av de bolag som genomgått en kraftig uppvärdering har gjort det sedan 2020. Nedan visar vi sambandet mellan uppvärdering och tillväxtförväntningar.

Värdering och geografisk exponering

Nedan visas kursutvecklingen för Systemair, Lindab och Lennox. Lennox har haft ett lägre lagg mellan EPS och kursutveckling sedan 2011, medan Systemair och Lindab mer tydligt reducerat sina historiska gap sedan 2019-2020.



Samma bild syns om man jämför multipelexpansion sedan 2019 i bolagen. Tabellen nedan sammanfattas multipelexpansion, samt Europaexponering för Systemair, Lindab och Lennox.

| Bolag | Multipelexpansion 2019-2021 | Europaexponering |
|-----------|-----------------------------|------------------|
| Systemair | 78% | 77% |
| Lindab | 109% | ~ 100 % |
| Lennox | 35% | < 6 % |

Källa: Bolagsrapporter, Factset

Vi noterar ett samband mellan Europaexponering och multipelexpansion. Då uppvärderingen i sektorn inte kan förklaras av stärkta marginaler eller kortsiktiga tillväxtförväntningar, kan man därmed anta att exponering mot Europa i viss grad bidrar till långsiktiga stärkta tillväxtförväntningar, då Europa har flera faktorer som kommer ge omfattande effekt på tillväxten 2025 och framåt. Till dessa faktorer hör t ex renoveringsvågen som kommer riktas mot att energieffektivisera Europeiska hushåll.

Värdering

Justerar långsiktig lönsamhet och tillväxt

Vi noterade tidigare att den förstärkta multipeln potentiellt kan förklaras av långsiktiga tillväxtförväntningar alternativt långsiktigt förstärkt lönsamhet. Vi bedömer fortsatt att Systemair är välpositionerat att kapitalisera på renoveringsvågen, och även om inte hela omfattningen är känd ännu går det att notera ett antal aspekter. 220 miljoner byggnader omfattas av det urval som potentiellt kan omfattas. Utöver det är målet att reducera EU-utsläpp med 55% till 2030. Byggnader står dessutom för 40% av hushållens utsläpp. Vi adderar sammantaget 2% på vår CAGR för omsättningen 2025-2029, och har därmed sammantaget en CAGR om 7% för perioden.

Vi noterar att Systemair framgångsrikt drivit genom stora besparingar, som stärkt rörelsemarginalen och gjort att man går mot att uppnå 10% under prognosperioden. Vi tror därmed att man kan uppnå en långsiktig nivå som ligger över 10%, och att en långsiktig nivå om 12% kan etableras inom en femårsperiod. Genom detta skapas bättre förutsättningar, som dessutom kan kombineras med potentiellt kraftigt stärkt tillväxt genom renoveringar inom Europa. Utöver detta kommer en högre M&A-takt sannolikt ge tillväxt på sikt. Systemair är välpositionerat att driva en förvärvsagenda med egna medel samt kassaflöden.

DCF

Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Vi applicerar en WACC om 7,5% (oförändrat från tidigare), samt en långsiktig rörelsemarginal om 12% (tidigare 10%). Vi justerar även våra tillväxtestimat bortom prognosperioden för att reflektera en förväntad ökad strukturell tillväxt. Denna syns dock primärt bortom prognosfönstret och justerar därmed inte våra estimat för kommande treårsperiod. Vi applicerar en CAGR om 7% 2025-2031.

| Valuation output | | WACC assumptions | | | |
|---|---------------|-----------------------------|-------|----------------------------|-------|
| Sum of PV of FCF (explicit period) | 7 964 | Risk free nominal rate | 0,4% | | |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 14 253 | Risk premium | 7,0% | | |
| Enterprise value | 22 217 | Extra risk premium | 0,0% | | |
| Latest net debt | 1 748 | Beta | 1,1 | | |
| Minority interests & other | 0 | Cost of equity | 8,1% | | |
| Equity value | 20 469 | Cost of debt (pre-tax) | 3,0% | | |
| No. of shares outstanding (millions) | 208 | Tax rate | 22% | | |
| Equity value per share (SEK) | 98 | Target debt/(debt + equity) | 10% | | |
| | | WACC | 7,5% | | |
| Implicit multipl. | 21/22 | 22/23 | 23/24 | Terminal value assumptions | |
| EV/Sales | 2,4 | 2,3 | 2,2 | Long term growth rate | 2,5% |
| EV/EBITDA | 18,3 | 16,4 | 15,4 | Long term EBIT margin | 12,0% |
| EV/EBIT | 26,1 | 22,8 | 21,3 | Depreciation (% of sales) | 2,0% |
| EV/NOPLAT | 33,5 | 29,2 | 27,3 | Capex (% of sales) | 2,0% |
| P/E | | | | Working cap. (% of sales) | -2,6% |
| ROIC/WACC | | | | Tax rate | 22% |
| Current Share price | | | 88,35 | | |

Nedan sammanfattas känslighetsanalysen som visar hur värderingen påverkas av antaganden kring långsiktig lönsamhet, tillväxt och WACC. Vi ser sammantaget ett motiverat värde om 98 - 100 kr.

Sensitivity analysis

| | | Long-term growth rate | | | | |
|------|------|-----------------------|------|-----------|------|------|
| | | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% |
| WACC | 6,5% | 106 | 116 | 128 | 144 | 165 |
| | 7,0% | 94 | 102 | 112 | 123 | 139 |
| | 7,5% | 85 | 91 | 98 | 108 | 119 |
| | 8,0% | 77 | 82 | 88 | 95 | 104 |
| | 8,5% | 70 | 74 | 79 | 85 | 91 |

| | | Long-term EBIT margin | | | | |
|------|------|-----------------------|------|-----------|-------|-------|
| | | 7,0% | 9,5% | 12,0% | 14,5% | 17,0% |
| WACC | 6,5% | 80 | 104 | 128 | 152 | 176 |
| | 7,0% | 70 | 91 | 112 | 132 | 153 |
| | 7,5% | 63 | 80 | 98 | 116 | 134 |
| | 8,0% | 56 | 72 | 88 | 103 | 119 |
| | 8,5% | 51 | 65 | 79 | 93 | 107 |

Multipelvärdering

Vi applicerar en målmultipel på 2025/26e som bäst reflekterar ett läge då bolaget har nått en ny lönsamhetsnivå i våra estimat. Vi applicerar en multipel på 22x för 2025/26e (NTM), som sedan diskonteras till ett nuvärde med en WACC om 7,5%. Detta ger ett motiverat värde om 95 kr per aktie.

| Valuation output | |
|-------------------------------|--------|
| Last paid | 88 |
| Aktier | 208 |
| BV | 18 387 |
| EV | 20 135 |
| Net debt | 1 748 |
| | |
| Target multiple (EBIT x, 25e) | 22 |
| Target EV | 26 509 |
| Less net debt | 1 748 |
| Target BV | 24 761 |
| Price per share disc @ 7,5 % | 95 |

Scenarion: Förvärv

Vi adderar inga förvärv i våra estimat men noterar en förstärkt M&A-ambition och att marknaden är under konsolidering. Utöver detta är det en marknad som drivs av allt hårdare regleringar och direktiv, vilket gynnar stora aktörer eftersom många små inte har förmågan att uppnå regelefterlevnad med egen förmåga. Med en stark kassa och stark kassaflöden kan man därmed förvärva starkt. Nedan sammanfattas en känslighetstabell som visar vad ytterligare CAGR från förvärv för perioden 2024-2029 innebär för det motiverade värdet.

Beräkningarna har skett baserat på att CAGR 1,5 - 4,5% adderas på organisk tillväxt 2025-2030. I övrigt justeras värdet med köpeskillingen som antas vara en EV/Sales-multipel om 1,1 - 1,9x där köpeskillingen diskonterats till nuvärde med WACC (7,5%).

| | | CAGR 2025-2030 % (från M&A) | | | | | | |
|------------|-----|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% |
| EV/SALES x | 1,1 | 103,4 | 105,2 | 107,0 | 108,9 | 110,7 | 112,7 | 114,7 |
| | 1,3 | 102,8 | 104,3 | 105,9 | 107,5 | 109,2 | 110,9 | 112,6 |
| | 1,5 | 102,2 | 103,5 | 104,8 | 106,2 | 107,6 | 109,1 | 110,5 |
| | 1,7 | 101,5 | 102,6 | 103,8 | 104,9 | 106,1 | 107,2 | 108,5 |
| | 1,9 | 100,9 | 101,8 | 102,7 | 103,6 | 104,5 | 105,4 | 106,4 |

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Case score card

Triggers

Starka kvartalsrapporter
Förvärv

Risker

Råvarupriser, elpriser
Problem i distributionsled

Stöd

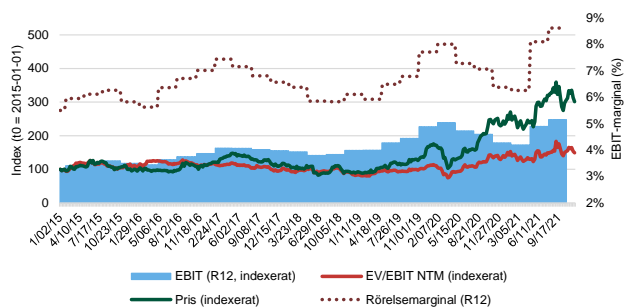
Stark kassa
Bred kundbas
Diversifierat produktutbud

Agenda

Q3-rapport 2022-03-10
Q4-rapport 2022-06-08

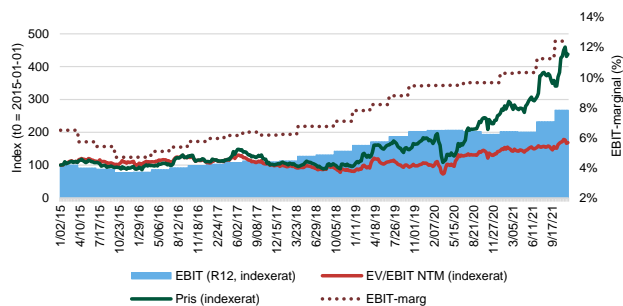
Källa: Bolagsrapporter, EPB

Systemair: EBIT, EV/EBIT & marginal



Källa: Erik Penser Bank, Factset

Lindab: EBIT, EV/EBIT & marginal



Källa: Erik Penser Bank, Factset

Peertables

Multiplar

| Peers | EV/EBIT | | | | P/E | | | | EV/Sales | | | |
|-------------------------------|---------|------|------|------|------|------|------|------|----------|------|------|------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Kingspan Group Plc | 26,0 | 25,9 | 24,8 | 23,6 | 32,0 | 30,9 | 29,0 | 27,1 | 3,0 | 2,8 | 2,6 | 2,4 |
| Uponor Oyj Class A | 9,6 | 9,6 | 9,2 | N/A | 14,8 | 14,1 | 13,4 | N/A | 1,2 | 1,1 | 1,1 | N/A |
| Lindab International AB | 18,4 | 17,7 | 16,9 | N/A | 26,1 | 22,3 | 21,2 | N/A | 2,4 | 2,3 | 2,2 | N/A |
| Carrier Global Corp. | 20,7 | 19,2 | 18,0 | N/A | 25,4 | 23,5 | 21,6 | 19,6 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,6 |
| Lennox International Inc. | 22,2 | 19,8 | 18,7 | N/A | 25,7 | 22,7 | 21,3 | 19,3 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 2,9 |
| Nederman Holding AB | 17,6 | 17,9 | 14,2 | N/A | 23,3 | 23,8 | 17,7 | N/A | 2,0 | 1,7 | 1,6 | N/A |
| Average exkl Systemair | 19,1 | 18,4 | 17,0 | 23,6 | 24,6 | 22,9 | 20,7 | 22,0 | 2,4 | 2,3 | 2,2 | 2,6 |
| Median exkl Systemair | 19,5 | 18,6 | 17,5 | 23,6 | 25,6 | 23,1 | 21,2 | 19,6 | 2,6 | 2,5 | 2,4 | 2,6 |
| Systemair | 23,6 | 20,7 | 19,3 | | 32,1 | 28,3 | 26,3 | | 2,2 | 2,1 | 2,0 | |

Källa: Erik Penser Bank (Systemair-estimat), Factset (övriga estimat)

Marginaler

| Peers | Bruttomarginal | | | | EBIT-marginal | | | | FCF/sales | | | |
|-------------------------------|----------------|------|------|------|---------------|------|------|------|-----------|------|------|------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Kingspan Group Plc | 29% | 29% | 29% | N/A | 11% | 11% | 11% | 10% | 2% | 3% | 3% | N/A |
| Uponor Oyj Class A | 37% | 37% | 37% | N/A | 12% | 12% | 12% | N/A | 4% | 7% | 8% | N/A |
| Lindab International AB | 31% | 33% | 32% | N/A | 13% | 13% | 13% | N/A | 3% | 4% | 5% | N/A |
| Carrier Global Corp. | 29% | 30% | 30% | N/A | 14% | 15% | 15% | N/A | 4% | 4% | 4% | 5% |
| Lennox International Inc. | 29% | 30% | 30% | N/A | 15% | 16% | 16% | N/A | 3% | 4% | 5% | 4% |
| Nederman Holding AB | 38% | 37% | 38% | N/A | 11% | 10% | 11% | N/A | 8% | 4% | 6% | N/A |
| Average exkl Systemair | 32% | 32% | 33% | N/A | 13% | 13% | 13% | 10% | 4% | 4% | 5% | 4% |
| Median exkl Systemair | 30% | 31% | 31% | N/A | 13% | 12% | 12% | 10% | 4% | 4% | 5% | 4% |
| Systemair | 35% | 35% | 36% | | 9% | 10% | 10% | | 8% | 4% | 6% | |

Källa: Erik Penser Bank (Systemair-estimat), Factset (övriga estimat)

Tillväxt

| Peers | Tillväxt | | | | EBIT-tillväxt | | | | EPS-tillväxt | | | |
|-------------------------------|----------|------|------|------|---------------|------|------|------|--------------|------|------|------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Kingspan Group Plc | 40% | 7% | 5% | 10% | 49% | 3% | 6% | 4% | 45% | 4% | 7% | 7% |
| Uponor Oyj Class A | 12% | 4% | 3% | N/A | 11% | 1% | 5% | N/A | 7% | 5% | 5% | N/A |
| Lindab International AB | 9% | 4% | 5% | N/A | 45% | 4% | 5% | N/A | 28% | 17% | 5% | N/A |
| Carrier Global Corp. | 16% | 1% | 3% | 5% | 25% | 9% | 6% | 10% | 33% | 8% | 9% | 10% |
| Lennox International Inc. | 14% | 5% | 2% | 5% | 19% | 12% | 5% | -4% | 23% | 13% | 7% | 10% |
| Nederman Holding AB | 9% | 16% | 10% | N/A | 55% | -2% | 27% | N/A | 81% | -2% | 35% | N/A |
| Average exkl Systemair | 17% | 6% | 5% | 7% | 34% | 4% | 9% | 3% | 36% | 7% | 11% | 9% |
| Median exkl Systemair | 13% | 5% | 4% | 5% | 34% | 4% | 9% | 3% | 30% | 7% | 7% | 10% |
| Systemair | 7% | 6% | 5% | | 26% | 14% | 7% | | 41% | 14% | 8% | |

Källa: Erik Penser Bank (Systemair-estimat), Factset (övriga estimat)

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 | 9 103 | 9 649 | 10 131 |
| Övriga intäkter | | | | | | | | |
| Kostnad sålda varor | -4 502 | -4 887 | -5 598 | -5 831 | -5 560 | -5 896 | -6 243 | -6 535 |
| Bruttovinst | 2 361 | 2 414 | 2 729 | 3 084 | 2 960 | 3 207 | 3 406 | 3 597 |
| Övriga rörelseintäkter | 120 | 117 | 170 | 170 | 196 | 171 | 193 | 203 |
| Försäljningskostnader | -1 548 | -1 653 | -1 827 | -1 988 | -1 861 | -1 936 | -1 997 | -2 097 |
| Administrationskostnader | -365 | -361 | -389 | -424 | -428 | -403 | -434 | -456 |
| Övriga kostnader | -129 | -168 | -154 | -214 | -190 | -187 | -193 | -203 |
| Rörelseresultat (EBITDA) | 626 | 554 | 762 | 985 | 1 077 | 1 212 | 1 354 | 1 442 |
| Avskrivningar | -187 | -204 | -233 | -358 | -400 | -361 | -379 | -398 |
| Goodwillnedskrivningar | | | | | | | | |
| Resultat (EBIT) | 439 | 349 | 528 | 627 | 677 | 851 | 975 | 1 044 |
| Extraordinära Poster | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0 | 0 |
| Justerat Resultat (EBIT) | 439 | 349 | 528 | 627 | 677 | 851 | 975 | 1 044 |
| Finansieringsintäkter | 3,2 | 4,3 | 2,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0 | 0 |
| Finansiella kostnader | -29 | -17 | -73 | -82 | -113 | -71 | -71 | -71 |
| Resultat före skatt | 410 | 333 | 458 | 545 | 564 | 780 | 903 | 972 |
| Skatter | -116 | -103 | -137 | -158 | -153 | -207 | -253 | -272 |
| Minoritetsintressen | | | | | | | | |
| Nettoresultat Rapporterat | 294 | 231 | 321 | 385 | 411 | 573 | 650 | 700 |
| Nettoresultat (just) | 294 | 231 | 321 | 385 | 411 | 573 | 650 | 700 |

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 | 2 257 | 2 378 | 2 480 |
| Övriga anläggningstillgångar | 201 | 240 | 268 | 255 | 238 | 238 | 238 | 238 |
| Summa anläggningstillgångar | 2 499 | 2 939 | 3 149 | 3 311 | 3 302 | 3 441 | 3 562 | 3 664 |
| 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 | 2 003 | 2 123 | 2 229 |
| Likvida medel | 242 | 213 | 250 | 378 | 319 | 308 | 365 | 494 |
| Summa omsättningstillgångar | 2 863 | 3 245 | 3 662 | 3 789 | 3 654 | 3 858 | 4 128 | 4 446 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 5 361 | 6 195 | 6 811 | 7 100 | 6 956 | 7 299 | 7 689 | 8 109 |
| Eget Kapital och skulder | | | | | | | | |
| Eget Kapital | 2 381 | 2 620 | 2 839 | 3 085 | 3 330 | 3 674 | 4 064 | 4 484 |
| Minoritetsintressen | | | | | | | | |
| Summa Eget Kapital | 2 381 | 2 620 | 2 839 | 3 085 | 3 330 | 3 674 | 4 064 | 4 484 |
| 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 | 7 299 | 7 689 | 8 109 |

Kassaflödesanalys

| | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22E | 2022/23E | 2023/24E |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoresultat Rapporterat | 294 | 230 | 321 | 385 | 411 | 573 | 650 | 700 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | 152 | 169 | 215 | 349 | 392 | 361 | 379 | 398 |
| Förändringar i rörelsekapital | 18 | -174 | -150 | 57 | 136 | -216 | -213 | -188 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 465 | 224 | 386 | 844 | 994 | 718 | 816 | 910 |
| Finansiella nettokostnader | -22 | -24 | -32 | -38 | -28 | -71 | -71 | -71 |
| Betald skatt | -69 | -64 | -91 | -150 | -183 | -207 | -253 | -272 |
| Investeringar | -281 | -482 | -515 | -235 | -448 | -500 | -500 | -500 |
| Avyttringar | | | | | | | | |
| Fritt Kassaflöde | 183 | -258 | -129 | 609 | 546 | 218 | 316 | 410 |
| Kassaflöde från investeringsverksamheten | -281 | -482 | -515 | -235 | -448 | -500 | -500 | -500 |
| Utdelningar | -104 | -87 | -104 | -104 | 0 | -229 | -260 | -280 |
| Nyemission/återköp | | | | | | | | |
| Amortering | -290 | -242 | -360 | -350 | -392 | -361 | -379 | -398 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | 259 | 564 | 626 | -111 | -166 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamheten | -135 | 219 | 162 | -461 | -557 | -229 | -260 | -280 |
| Kassaflöde | 49 | -39 | 33 | 148 | -12 | -11 | 56 | 130 |
| Nettoskuld (just) | 1314 | 1761 | 1996 | 1896 | 1540 | 1479 | 1423 | 1293 |

Finansiell position

| | 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 | 1 479 | 1 423 | 1 293 |
| 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 |

Nyckeltal per aktie

| | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22E | 2022/23E | 2023/24E |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| EPS | 5,66 | 4,42 | 6,18 | 7,41 | 7,90 | 2,75 | 3,13 | 3,37 |
| FCF per aktie | 3,5 | -8,2 | -2,5 | 11,7 | 10,5 | 1,0 | 1,5 | 2,0 |
| Utdelning per aktie | 2 | 2 | 2 | 0 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut | 52 | 52 | 52 | 52 | 52 | 208 | 208 | 208 |

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 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 Instru-ment 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