



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 02 Juni 2022

Systemair

Goda indikationer inför Q4-rapporten

Goda indikationer på fortsatt tillväxt

Inför Systemairs Q4-rapport ser vi goda indikationer på att bolaget fortsätter växa omsättningen i kärnmarknader, till följd av god efterfrågan och att bolaget fortsatt arbetar med att hantera kostnadsinflation och komponenttillgång genom prisjusteringar. Till indikationer hör bl.a. rapporter från sektorkollegor som påvisar stark tillväxt i Norden.

Q3 påvisade framgång med prisjusteringar

I Systemairs Q3-rapport i mars rapporterade bolaget stark organisk tillväxt i flera kärnmarknader. Omsättningen i Norden växte starkt och bolaget kommunicerade framgångsrika prishöjningar, samtidigt som orderingen varit stark. Vi bedömer att Q4 2021/22 kan överskrida våra estimat och väljer därmed att justera våra estimat.

Estimatjusteringar

Vi justerar våra estimat för innevarande år med ca 2%, se detaljer under värderingssegmentet. Vi värderar fortsatt Systemair med en multipelvärdering som kombineras med en DCF-modell. Vi ser ett motiverat värde om 92-94 kr (oförändrat). Vi ser utöver detta ytterligare potential från förvärv under kommande år, se detaljer längre ned.

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk		
Q4 2021/22	2022-06-08		20/21	21/22	22/23	23/24	Motiverat värde	92.0 - 94.0
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	8,519	9,456	9,496	9,970	Aktiekurs	61.8
		Tillväxt	(4)%	11%	6%	5%	Riskenivå	Low
		EBITDA, mkr	1,077	1,152	1,341	1,428	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
		EBIT, mkr	677	788	959	1,027		
		EPS tillväxt	6%	(67)%	17%	8%		
		EK/aktie	16.0	17.6	19.4	21.4		
		Utdelning/aktie	3.0	1.0	1.0	1.0		
		EBIT-marginal	7.9%	8.3%	10.1%	10.3%		
		EV/Sales	1.7x	1.6x	1.6x	1.5x		
		EV/EBITDA	13.7x	12.8x	11.0x	10.3x		
	EV/EBIT	21.8x	18.7x	15.3x	14.3x			
	P/EK	3.9x	3.5x	3.2x	2.9x			
	Direktavkastning	2.2%	0.7%	0.7%	0.7%	Analytiker		
	FCF yield	7.8%	(0.3)%	1.8%	1.4%			
	Nettosk./EBITDA	1.4g	1.5g	1.1g	1.0g			



Sammanfattning

Goda indikationer inför Q4-rapporten

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. 47% av Systemairs intäkter kan enligt bolaget klassificeras som *taxonomy eligible*, vilket vi ser som attraktivt. Avslutningsvis bedömer vi att Systemair kommande år kommer att kunna kapitalisera på EUs satsningar på hållbarhetsfrämjande investeringar, givet HVAC-industrins betydelse för energikonsumtion i Europeiska hushåll.

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 ser en långsiktig lönsamhet som har potential att uppgå till 12%. Den 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 92 - 94 kr per aktie. Vi ser utöver det en starkt M&A-agenda som kan innebära ytterligare uppsida - se genomgång längre ned.

Estimatförändringar

I samband med Q3-rapporten i mars justerade vi våra intäktestimat för att reflektera bolagets verksamhet i Ryssland och Ukraina, vilket därmed i nuläget reflekteras i våra estimat. Vi väljer att justera upp intäktestimaten för 2021/22e men lämnar kommande års estimat oförändrade. Nedan sammanfattas samtliga estimatjusteringar.

Nya estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	9 456	9 496	9 970
Tillväxt	11%	0%	5%
EBIT	788,4	959,1	1 026,9
Rörelsemarginal	8,3%	10,1%	10,3%
EPS	2,61	3,06	3,30

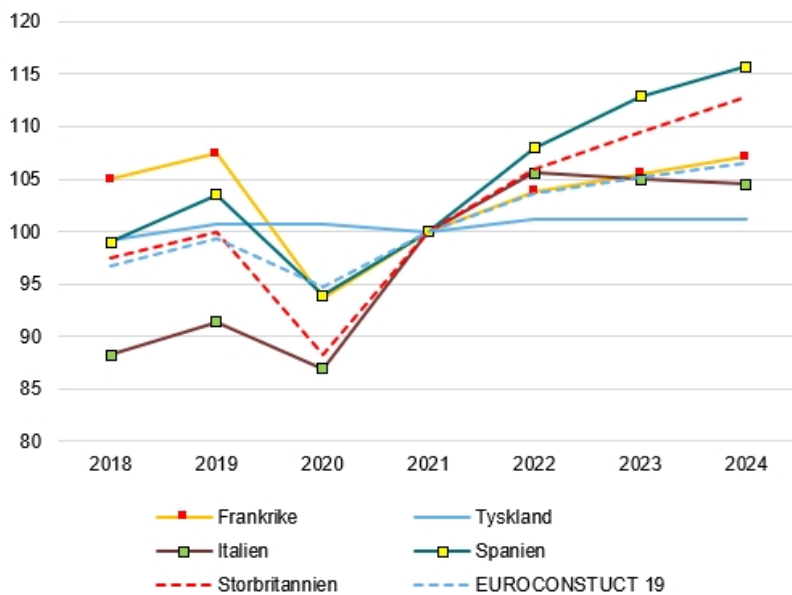
Tidigare estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	9 277	9 307	9 772
Tillväxt	9%	6%	5%
EBIT	772,4	940,0	1 006,5
Rörelsemarginal	8,3%	10,1%	10,3%
EPS	2,55	2,99	3,22

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

Byggmarknaden i Europa

Nedan sammanfattas den förväntade utvecklingen av byggmarknaden i Europa enligt Euroconstruct, som samlar underlag från byggmarknaden i 19 europeiska marknader. Sammantaget ges en blandad bild av tillväxten kommande år, men Euroconstruct 19 (samlade indexet) visar en återhämtning från 2020 som sträcker sig in i 2022. Spanien påvisar starkast tillväxt från indexåret 2021 (2021 = 100).

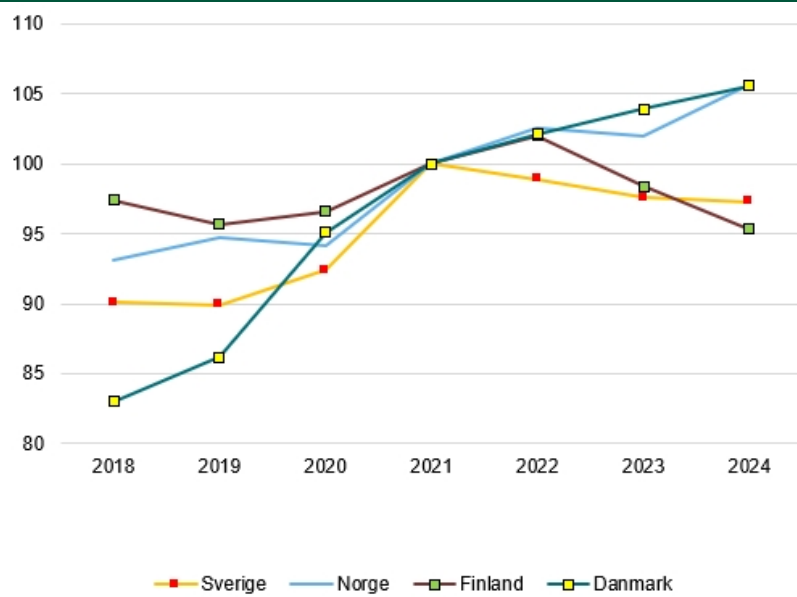
Byggkonjunkturen Europa 2018-2024 (2021=100)



Källa: Euroconstruct

Nedan sammanfattas den nordiska marknaden. Även här är bilden något skild där Danmark och Norge förväntas redovisa tillväxt samtidigt som Sverige och Finland förväntas växa till 2022 och därefter avta något.

Byggkonjunkturen Norden 2018-2024 (2021=100)



Källa: Euroconstruct

Värdering

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%. Estimatjusteringarna för innevarande år ger marginell påverkan på estimaten för 25/26e vilket medför att vi ser ett oförändrat motiverat värde.

Valuation output	
Last paid	62
Aktier	208
BV	12 854
EV	14 719
Net debt	1 865
Target multiple (EBIT x NTM, 25e)	22
Target EV	25 966
Less net debt	1 865
Target BV	24 102
Price per share disc @ 7,5 %	91

Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Vi applicerar en WACC om 7,5% (oförändrat från tidigare), samt en långsiktig rörelsemarginal om 12%. Vi applicerar en CAGR om 7% 2025-2031. Vår DCF motiverar ett värde om 97 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 92-94 kr per aktie (oförändrat).

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	7 983	Risk free nominal rate	0,4%
PV of terminal value (perpetuity formula)	14 072	Risk premium	7,0%
Enterprise value	22 056	Extra risk premium	0,0%
Latest net debt	1 865	Beta	1,1
Minority interests & other	0	Cost of equity	8,1%
Equity value	20 191	Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	208	Tax rate	22%
Equity value per share (SEK)	97	Target debt/(debt + equity)	10%
		WACC	7,5%
		Terminal value assumptions	
		Long term growth rate	2,5%
		Long term EBIT margin	12,0%
		Depreciation (% of sales)	2,0%
		Capex (% of sales)	2,0%
		Working cap. (% of sales)	-2,6%
		Tax rate	22%

Nedan sammanfattas känslighetsanalys för våra antaganden kring WACC, långsiktig rörelsemarginal och långsiktig tillväxt.

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	6,5%	104	114	126	141	162
	7,0%	93	100	110	122	137
	7,5%	83	90	97	106	117
	8,0%	76	81	87	94	103
	8,5%	69	73	78	84	91

		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	6,5%	79	102	126	149	173
	7,0%	69	90	110	130	150
	7,5%	62	79	97	115	133
	8,0%	55	71	87	102	118
	8,5%	50	64	78	92	106

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	102,0	103,8	105,5	107,4	109,2	111,1	113,1
	1,3	101,4	102,9	104,5	106,0	107,7	109,3	111,0
	1,5	100,8	102,1	103,4	104,7	106,1	107,5	108,9
	1,7	100,1	101,2	102,3	103,4	104,5	105,7	106,9
	1,9	99,5	100,3	101,2	102,1	103,0	103,9	104,8

Källa: Bolagsrapporter, EPB

	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	9 456	9 496	9 970
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 152	-6 144	-6 431
Bruttovinst	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 304	3 352	3 539
Övriga rörelseintäkter	120	117	170	170	196	214	190	199
Försäljningskostnader	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-2 062	-1 966	-2 064
Administrationskostnader	-365	-361	-389	-424	-428	-441	-427	-449
Övriga kostnader	-129	-168	-154	-214	-190	-226	-190	-199
Rörelseresultat (EBITDA)	626	554	762	985	1 077	1 152	1 341	1 428
Avskrivningar	-187	-204	-233	-358	-400	-364	-382	-401
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	788	959	1 027
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	439	349	528	627	677	788	959	1 027
Finansisella intäkter	3,2	4,3	2,9	0,0	0,0	0,0	0	0
Finansiella kostnader	-29	-17	-73	-82	-113	-53	-75	-75
Resultat före skatt	410	333	458	545	564	735	884	952
Skatter	-116	-103	-137	-158	-153	-193	-248	-267
Minoritetsintressen								
Nettoresultat Rapporterat	294	231	321	385	411	542	637	685
Nettoresultat (just)	294	231	321	385	411	542	637	685

	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	2 404	2 522	2 621
Övriga anläggningstillgångar	201	240	268	255	238	238	238	238
Summa anläggningstillgångar	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 588	3 706	3 805
Varulager	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	1 607	1 614	1 695
Kundfordringar	1 252	1 462	1 685	1 840	1 898	2 080	2 089	2 193
Likvida medel	242	213	250	378	319	5	254	381
Summa omsättningstillgångar	2 863	3 245	3 662	3 789	3 654	3 693	3 957	4 269
SUMMA TILLGÅNGAR	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	7 281	7 663	8 074

Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 656	4 038	4 449
Minoritetsintressen								
Summa Eget Kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 656	4 038	4 449
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	7 281	7 663	8 074

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoresultat Rapporterat	294	230	321	385	411	542	637	685
Icke kassaflödespåverkande poster	152	169	215	349	392	364	382	401
Förändringar i rörelsekapital	18	-174	-150	57	136	-353	-16	-185
Kassaflöde från den operationella verksamheten	465	224	386	844	994	553	1003	901
Finansiella nettokostnader	-22	-24	-32	-38	-28	-53	-75	-75
Betald skatt	-69	-64	-91	-150	-183	-193	-248	-267
Investeringar	-281	-482	-515	-235	-448	-500	-500	-500
Awyttningar								
Fritt Kassaflöde	183	-258	-129	609	546	53	503	401
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-281	-482	-515	-235	-448	-650	-500	-500
Utdelningar	-104	-87	-104	-104	0	-217	-255	-274
Nyemission/återköp								
Amortering	-290	-242	-360	-350	-392	-364	-382	-401
Lånefinansiering och övriga justeringar	259	564	626	-111	-166	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-135	219	162	-461	-557	-217	-255	-274
Kassaflöde	49	-39	33	148	-12	-314	248	127
Nettoskuld (just)	1314	1761	1996	1896	1540	1782	1534	1406

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