



Systemair

Avslutar året starkt

Avslutar 2021/22 starkt

Nettoomsättningen för Q4'21/22 uppgick till 2 662 mkr (2 209 mkr) motsvarande en tillväxt om 21%. Organisk tillväxt för kvartalet var 16%. Tillväxten var ca 7% starkare än våra estimat där avvikelsen förklaras av stark utveckling på flera betydande marknader i Europa.

Lönsamhet fortsatt stark

Bruttomarginalen i Q4 uppgick till 34% (36%). Engångsposter relaterade till goodwill-nedskrivningar belastade rörelseresultatet men den justerade rörelsemarginalen uppgick till 8,6% (9,4%). Trots vissa födröjningar i effekterna av prishöjningar i kvartalet har Systemair hanterat stigande råvarupriser väl, och justerad EBIT-marginal för 2021/22 var 8,5% (8,5%). Bolaget föreslår en utdelning om 0,90 kr per aktie (0,75).

Estimatjusteringar

Vi justerar våra estimat för att reflektera förväntningar på högre omsättningstillväxt för 2022/23. Vi uppdaterar vårt motiverade värde till 86-88 kr per aktie (92-94 kr per aktie). Vi ser utöver detta ytterligare potential från förvärv, se detaljer i värderingssegmentet. Vi ser låg risk.

Kommande händelser		Prognos (kr)					Värde och risk	
Q1 2022/23	2022-08-25		21/22	22/23	23/24	24/25	Motiverat värde	86.0 - 88.0
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	9,635	9,997	10,497	11,021	Aktiekurs	54.2
		Tillväxt	13%	6%	5%	5%	Risknivå	Low
Antal aktier	208m	EBIT, mkr	770	980	1,071	1,157	Kursutveckling 12 mån	
Börsvärde	11,274	EPS tillväxt	25%	20%	10%	9%		
Nettoskuld	2,118	EK/aktie	18.5	20.9	23.5	26.3		
EV	13,392	Utdelning/aktie	0.9	0.9	0.9	0.9		
Free float	46%	EBIT-marginal	8.0%	9.8%	10.2%	10.5%		
Daglig handelsvolym, snitt	115(k)	EV/Sales	1.4x	1.3x	1.3x	1.2x		
		EV/EBITDA	11.4x	9.9x	9.3x	8.8x		
		EV/EBIT	17.4x	13.7x	12.5x	11.6x		
		P/EK	2.9x	2.6x	2.3x	2.1x		
		Direktavkastning	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%		
		FCF yield	(5.1)%	7.1%	6.2%	6.2%		
		Nettosk./EBITDA	1.3g	0.9g	0.6g	0.0g	Analytiker	





Sammanfattning

Avslutar året starkt

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 EBIT-marginal 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 86 - 88 kr per aktie. Vi ser utöver det en stärkt M&A-agenda som kan innebära ytterligare uppsida - se genomgång längre ned.

Kvartalet i detalj

Systemairs omsättning för Q4 i det brutna räkenskapsåret 2021/22 uppgick till 2 662 mkr (2 208 mkr) motsvarande en tillväxt om 21%, varav 16% var organisk tillväxt. Tillväxten i Norden var 1,4% organiskt, där den svenska marknaden belastades av komponentbrist. Västra Europa växte starkt och flera regioner bidrog, vilket bl.a. indikerar fortsatt framgång med prishöjningarna som Systemair kontinuerligt implementerat under året. Östeuropa växte starkt med 12% organisk tillväxt i Q4. Nordamerika fortsätter sin stora tillväxt, drivet av bl.a. en stark underliggande marknad i Kanada och USA. I Q4 växte Nordamerika 26%, varav organisk tillväxt var 13%.

Systemairs rörelsemarginal uppgick till 8,6% för Q4 justerat för engångsposter som relaterar till goodwillnedskrivningar i Tyskland. Lönsamheten på EBIT-nivå var däremot i linje med våra förväntningar. Systemair föreslår en utdelning om 0,90 (0,75 kr per aktie) mot våra förväntningar på 1 kr.

I april meddelade Systemair att man förvärvat SagiCofim, ett bolag med en omsättning om ca EUR 36m. SagiCofim tillhandahåller produkter inom filtrering och luftdistribution. Vi ser positivt på förvärv och ser en ytterligare uppsida i aktien ifall Systemair fortsätter förvärv - se detaljer längre ned.

Estimatförändringar

Nedan sammanfattas våra estimatjusteringar efter Q4-rapporten. Vi höjer våra estimat för att reflektera förväntningar på högre tillväxt i primärt Europa, samtidigt som vi sedan tidigare justerat estimaten för att reflektera att bolaget pausat leveranser till Ryssland.

Nya estimat	22/23e	23/24e	24/25e
Omsättning	9 997	10 497	11 021
Tillväxt	6%	5%	5%
EBIT	979,7	1 070,7	1 157,3
Rörelsemarginal	9,8%	10,2%	10,5%
EPS	3,13	3,45	3,75

Tidigare estimat	22/23e	23/24e	24/25e
Omsättning	9 496	9 970	
Tillväxt	0%	5%	
EBIT	959,1	1 026,9	
Rörelsemarginal	10,1%	10,3%	
EPS	3,06	3,30	

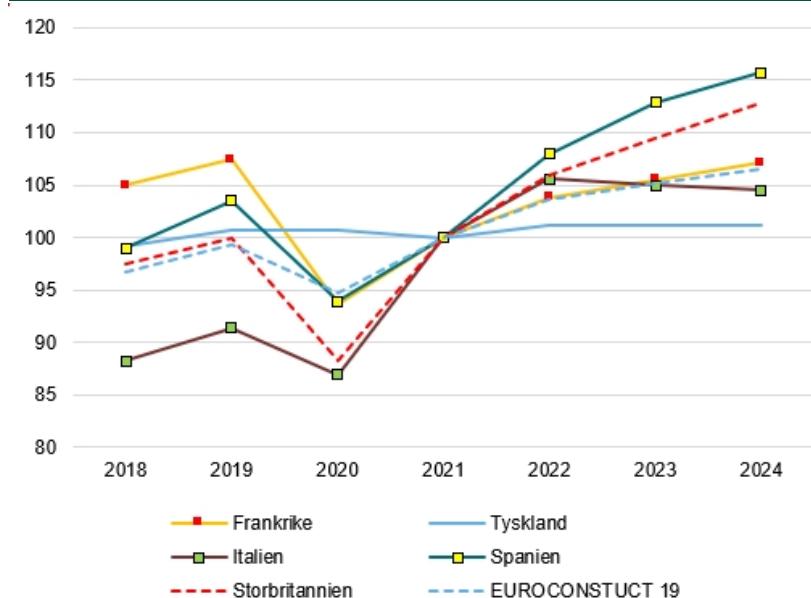
Förändring i %	22/23e	23/24e	24/25e
Omsättning	5%	5%	N/A
EBIT	2%	4%	N/A
EPS	2%	5%	N/A

Källa: EPB

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).

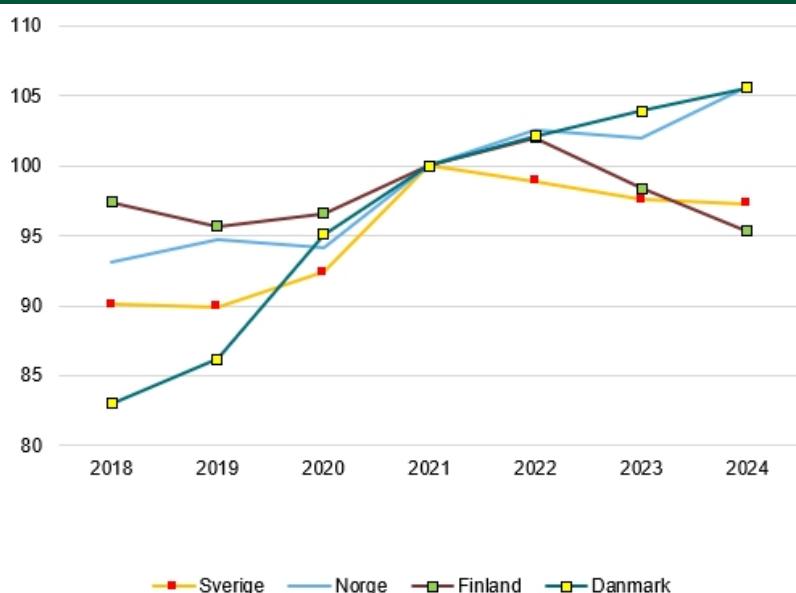
Byggkonjunkturen Europa 2018-2024 (2021=100)



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 20x (22x) för 2025/26e (NTM), som sedan diskonteras till ett nuvärde med en WACC om 7,5%. Vi applicerar därmed en lägre multipel än tidigare, vilket reflekterar att jämförelsebolag handlas till lägre multiplar. Vår värderingsmetodik indikerar ett värde om 85 kr per aktie. Vi ser sammantaget ett motiverat värde om 86-88 kr per aktie (92-94 kr). Värderingen är därmed mer präglad av multipelvärdering än av DCF-modellen.

Valuation output	
Last paid	54
Aktier	208
BV	11 274
EV	13 392
Net debt	2 118
Target multiple (EBIT x NTM, 25e)	20
Target EV	24 660
Less net debt	2 118
Target BV	22 542
Price per share disc @ 7,5 %	85

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 98 kr per aktie.

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	8 170	Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	14 330	Risk premium	5,5%
Enterprise value	22 500	Extra risk premium	0,0%
Latest net debt	2 118	Beta	1,1
Minority interests & other	0	Cost of equity	8,3%
Equity value	20 381	Cost of debt (pre-tax)	2,5%
No. of shares outstanding (millions)	208	Tax rate	21%
Equity value per share (SEK)	98	Target debt/(debt + equity)	12%
		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	21%

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%	107	116	128	143	163
	7,0%	96	103	112	123	137
	7,5%	86	92	98	107	117
	8,0%	78	82	88	94	102
	8,5%	71	74	79	84	90
		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%	62	80	98	117	135
	8,0%	55	72	88	104	120
	8,5%	50	65	79	93	108

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 förvärvा 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%).

EV/SALES x	CAGR 2025-2030 % (från M&A)						
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
1,1	100,5	101,4	102,2	103,0	103,9	104,7	105,5
1,3	99,8	100,4	101,0	101,6	102,2	102,8	103,3
1,5	99,2	99,5	99,9	100,2	100,5	100,8	101,1
1,7	98,5	98,6	98,7	98,8	98,9	98,9	98,9
1,9	97,8	97,7	97,6	97,4	97,2	97,0	96,7

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Resultaträkning								
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Nettoomsättning	7 301	8 327	8 915	8 519	9 635	9 997	10 497	11 021
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-6 468	-6 718	-7 054
Bruttoinst	2 414	2 729	3 084	2 960	3 319	3 529	3 779	3 968
Övriga rörelseintäkter	117	170	170	196	234	200	210	220
Försäljningskostnader	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-2 078	-2 099	-2 236	-2 315
Administrationskostnader	-361	-389	-424	-428	-438	-450	-472	-496
Övriga kostnader	-168	-154	-214	-190	-268	-200	-210	-220
Rörelseresultat (EBITDA)	554	762	985	1 077	1 178	1 352	1 445	1 525
Avskrivningar	-204	-233	-358	-400	-408	-372	-374	-368
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	349	528	627	677	770	980	1 071	1 157
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	349	528	627	677	770	980	1 071	1 157
Finansiellt netto	-17	-70	-82	-113	-28	-75	-75	-75
Resultat före skatt	333	458	544	564	742	905	996	1 082
Skatter	-103	-137	-158	-153	-197	-253	-279	-303
Nettoresultat (just)	230	321	385	411	544	651	717	779

Källa: EPB

Balansräkning								
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	759	847	820	736	889	889	889	889
Övriga immateriella anläggningstillgångar	217	265	248	211	216	216	216	216
Materiella anläggningstillgångar	1 963	2 037	1 967	2 048	2 519	2 495	2 488	2 506
Summa anläggningstillgångar	2 939	3 149	3 311	3 302	3 624	3 600	3 593	3 611
Övriga omsättningstillgångar	3 044	3 412	3 411	3 335	4 512	4 599	4 828	5 070
Likvida medel	213	250	378	319	336	862	1 329	1 829
Summa om sättningstillgångar	3 256	3 662	3 789	3 654	4 848	5 461	6 157	6 899
SUMMA TILLGÅNGAR	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 061	9 750	10 510
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	4 355	4 885	5 477
Summa Eget Kapital	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	4 355	4 885	5 477
Långfristiga icke räntebärande skulder	276	289	272	260	276	276	276	276
Långfristiga räntebärande skulder	691	1 070	1 120	1 052	1 231	1 231	1 231	1 231
Summa Långfristiga skulder	966	1 359	1 392	1 311	1 507	1 507	1 507	1 507
Kortfristiga icke räntebärande skulder	1 316	1 437	1 470	1 578	1 964	1 999	2 099	2 204
Kortfristiga räntebärande skulder	1 283	1 176	1 154	736	1 148	1 200	1 260	1 323
Summa kortfristiga skulder	2 599	2 613	1 470	1 578	1 964	1 999	2 099	2 204
Summa skulder	3 575	3 972	4 015	3 625	4 619	4 705	4 865	5 033
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 061	9 750	10 510

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Rörelseresultat	349	528	626	677	770	980	1071	1157
Ikke kassaflödespåverkande poster	49	8	162	181	180	44	20	-10
Förändringar i rörelsekapital	-174	-150	57	136	-714	38	-70	-73
Kassaflöde från den operationella verksamheten	224	386	844	994	235	1061	1021	1074
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-482	-515	-235	-448	-516	-348	-367	-386
Utdelningar	-104	-104	-104	0	-156	-187	-187	-187
Lånefinansiering och övriga justeringar	323	266	-363	-557	431	187	187	187
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	219	162	-467	-557	275	0	0	0
Årets kassaflöde	-39	33	148	-12	-5,8	526	466	501
Nettorskuld (just)	1761	1996	1896	1468	2043	1568	1162	724

Källa: EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanstälts 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 uppriptandet 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 siktet på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd. Banken frånsäger 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 publiceras 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 riktslinje 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 riktslinjer 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