



# Systemair

## Motvinden håller i sig

### Risk och avkastningspotential

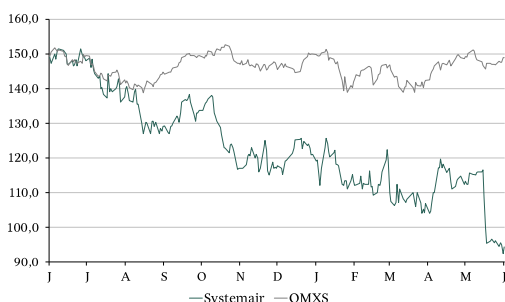
Kurspotential	Medel
Riskenivå	Medel
Kurs	94,30
Högsta/Lägsta (12M)	151,50/92,40
Antal aktier (m)	52,0
Börsvärde (SEKm)	4 904
Nettoskuld (SEKm)	1 838
Enterprise Value (SEKm)	6 741
Reuters/Bloomberg	SYSR.ST/SYSR SS
Listning	Nasdaq OMX

### Estimat och värdering (SEK)

	17/18	18/19E	19/20E	20/21E
Försäljning	7 301	7 702	8 126	8 573
EBITDA	554	688	749	815
EBIT	349	484	544	611
Vinst f. skatt	294	443	504	570
EPS, just.	5,18	6,39	7,27	8,22
EK/A	48,17	52,36	57,23	62,65
Utdelning	2,00	2,20	2,40	2,80
V/A Tillv.	-20,6	23,4	13,7	13,2
EBIT Marg.	4,8	6,3	6,7	7,1
ROE	11,0	12,7	13,3	13,7
ROCE	9,2	12,2	12,9	13,7
Nettoskuld/EK	0,54	0,50	0,46	0,40
EV/Fsg.	1,01	0,88	0,83	0,79
EV/EBITDA	13,3	9,8	9,0	8,3
EV/EBIT	21,1	13,9	12,4	11,0
P/E, just.	22,4	14,8	13,0	11,5
P/EK	2,40	1,80	1,65	1,51
Direktavk.	1,7	2,3	2,5	3,0

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
30/08/2018	Q1-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

### Redovisar i linje med vinstvarningen

Systemair redovisar en omsättning och ett rörelseresultat i linje med bolagets tidigare vinstvarning. Nettoomsättningen för det fjärde kvartalet uppgick till SEKm 1827,1 (1733,2) medan det justerade rörelseresultatet landade på SEKm 49 (67). Den totala tillväxten blev därmed 5,4% varav 1,8% organiskt, 2,0% valuta och 1,6% förvärvstillväxt. Bruttomarginalen var 32,3% (33,8%) som tyngdes primärt av större orderleveranser med lägre marginal. Justerad bruttomarginal landade på 33,4% vilket var något lägre än föregående år. Marknadsläget var starkt i de nordiska länderna Sverige och Finland medan klimatet var något tuffare i Danmark. Inom Övriga marknader var utvecklingen svag primärt i Indien, Turkiet och Mellanöstern, orsakad av politisk oro i de två sistnämnda. Flera av Systemairs större marknader som Frankrike, Tyskland, Italien och Portugal utvecklades väl. Noterbart är att bolaget redovisar sitt första kvartal på i alla fall tre år med negativt rörelseresultat inom segmentet "övriga världen".

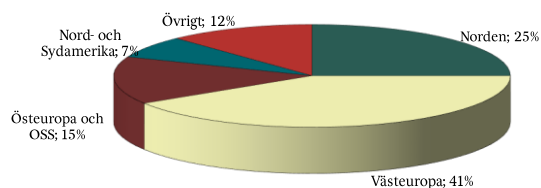
### Fortsatta omstruktureringar

Under året har Systemair tagit SEKm 70 i omstruktureringskostnader varav SEKm 43,7 togs i Q4. SEKm 20,3 av engångsposterna i det fjärde kvartalet togs i samband med en större projektleverans där material- och arbetskostnaderna för att slutföra projektet var större än väntat. SEKm 11,2 utgjorde en nedskrivning av goodwill för Reflect som är under försäljning. Resterande SEKm 12,2 är en avsättning för en förväntad kundförlust i Mellanöstern. Systemair guidar för att ytterligare omstruktureringar utvärderas som är en del av bolagets befintliga omstruktureringsfas. Bolaget kvarstår dock vid en utdelning på SEK 2,0 (2,0) per aktie vilket var i linje med vad vi trodde, vilket motsvarar 45% (35%) av koncernens nettoresultat. Detta indikerar att styrelsen, likt ledningen, har en fortsatt stark tro på att omstruktureringarna kommer att ge god effekt inom det närmsta året.

### Justerar ned estimatet

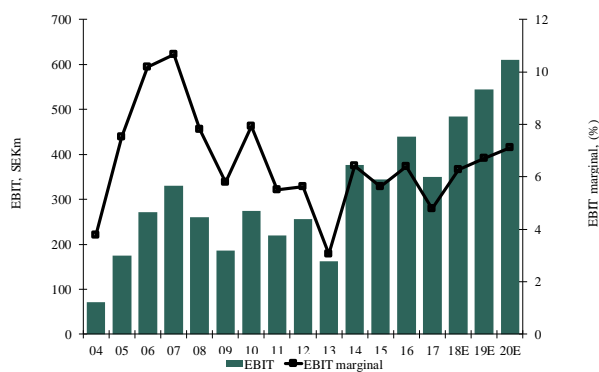
Efter bolagets vinstvarning samt bokslutskommuniké justerar vi ned marginalen mot bakgrund av fortsatt tuff marknad och omstruktureringar. Vi räknar med att Systemair lyckas höja marginalen något under 18/19e och når en marginal runt 6,3%, primärt drivet av starkare marginaler under andra halvåret av räkenskapsåret. Därmed värderas bolaget på P/E 15x eller EV/EBIT 14x på innevarande års estimat. Vi kvarstår vid bedömningen att kurspotentialen i aktien är medelhög till en medelhög risk.

## Systemair – Försäljning per marknad



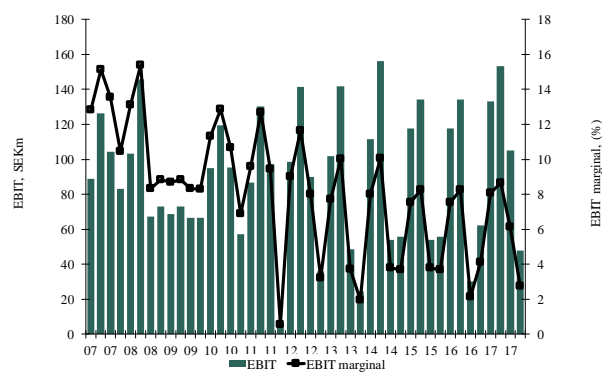
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Resultatutveckling, helår



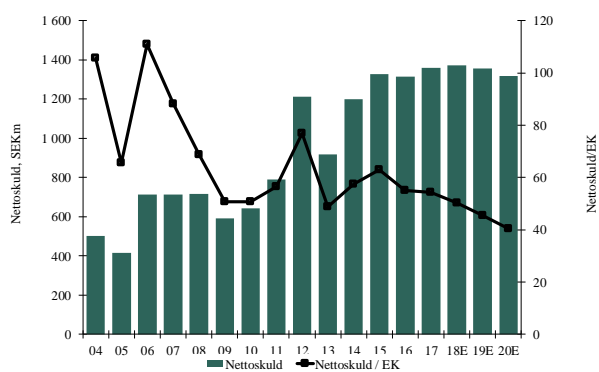
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Finansiell ställning



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

## Systemair – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	4 904	
Antal utestående aktier (m)	52,0	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	28	
Fritt handlade aktier	36,0%	
<b>Största aktieägare</b>	<b>Röster</b>	<b>Aktier</b>
Gerald Engström	42,6%	42,6%
Ebm-Past AB	21,3%	21,3%
Swedbank Robur Fonder	7,4%	7,4%
Alecta	4,9%	4,9%
Others	23,9%	23,9%
Ordförande	Gerald Engström	
Verkställande direktör	Roland Kasper	
Finansdirektör	Anders Ulf	
Investerarkontakt	Anders Ulf	
Telefon / Internet	0222-44000 / <a href="http://www.systemair.com">www.systemair.com</a>	
Nästa rapport	30 August 2018	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Investment case

*Det har skett ett tydligt skifte i bolaget från tillväxt till marginalfokus. Givet hur marknaden ser ut ser vi denna förändring som naturlig. Ledningen är fast besluten om att uppnå marginalmålet (EBIT) på 10 %. Vi ser en gradvis förbättring av marginalen på längre sikt, upp mot 8 % de närmaste tre åren. Bolaget handlas på EV/EBIT 14x för 18/19e.*

### Omstruktureringarna fortsätter

Det har varit ett händelserikt år för Systemair där bolaget har gjort flertalet förvärv samtidigt som de har genomfört omstruktureringar för att få bukt med den vikande marginalen. Totalt under 17/18 har omstruktureringar/engångsposter på SEKm 77 tagits. Under det fjärde kvartalet tog bolaget totalt SEKm 43,7 i engångsposter. Den ryska marknaden har präglats av tydlig protektionism, vilket har inneburit att flera ventilations- och byggföretag sitter med ledig kapacitet. Under de senaste kvartalen har dock Ryssland visat tecken på tillväxt igen där Ryssland nu uppvisar sex kvartal i rad med försäljningstillväxt.

### Nya förvärv i ljuset av lönsamhetsförbättringar

Det har skett ett tydligt skifte i bolaget från tillväxt- till marginalfokus. Givet hur marknaden ser ut ser vi denna förändring som naturlig. Bolaget har dessutom initierat prishöjningar för att kompensera för råvaruprisökningar. Alla åtgärder som initieras är i syfte att förbättra marginalen och ledningen är fast beslutna om att kunna nå marginalmålet om 10% på några års sikt. Marknaden fortsätter att växa med ett par procent och försäljningstillväxten kommande år förväntas, av oss, vara något över marknaden. Ska bolaget kunna nå upp till 10% marginal i rådande marknadsläge så krävs det att dessa åtgärder biter. På våra estimat för 18/19e har vi gjort bedömningen att en rimlig marginal bör vara runt 6,3%. Under början av 2017 förvärvade Systemair ett nytt bolag, denna gång med säte i Österrike som säljer sina produkter i bl.a. Tyskland, Tjeckien och Ryssland. Bolagets lönsamhet ligger i linje med Systemair-koncernen som helhet. Även det Sydafrikanska bolaget Vikings har förvärvats under 2017 som öppnar upp den sydafrikanska marknaden med närliggande områden. Under mars 2018 förvärvades en återförsäljare för Menergas produkter i Schweiz, Syneco GmbH. Bolaget kollar fortsatt på intressanta förvärvsobjekt där geografiska marknader som Nordamerika och/eller Asien vore intressant.

### Aktien handlas på en liten rabatt mot sektorn

Aktien handlas på en EV/EBIT-multipel på 14x för 18/19e vilket är en liten rabatt mot sektorn. Framåt väntar vi oss en något fortsatt dämpad marginal men på längre sikt marginalexpansion med bakgrund i gjorda effektiviseringar och kontinuerliga förbättringar. Vi anser att kurspotentialen är medelhög till en medelhög risk.

#### Systemair – Våra estimatförändringar (SEK)

	2018/19E			2019/20E			2020/21E		
	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.
Försäljning	7 695	7 702	0,1%	8 118	8 126	0,1%	8 565	8 573	0,1%
EBIT	592	484	-18,4%	659	544	-17,4%	731	611	-16,5%
EPS just.	8,00	6,39	-20,1%	8,96	7,27	-18,9%	10,00	8,22	-17,8%

Source: Erik Penser Bank

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

### Resultaträkning

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Nettoomsättning	3 997	4 551	5 296	5 882	6 113	6 864	7 301	7 702	8 126	8 573
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kostnad för sålda varor	-2 505	-2 924	-3 509	-3 858	-4 010	-4 502	-4 887	-5 084	-5 323	-5 572
Bruttovinst	1 492	1 627	1 787	2 025	2 102	2 361	2 414	2 619	2 803	3 001
Försäljningskostnader	-962	-1 041	-1 183	-1 353	-1 400	-1 548	-1 653	-1 718	-1 812	-1 912
Administrationskostnader	-208	-226	-285	-314	-337	-365	-361	-380	-401	-423
Forsknings- och utvecklingskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-2	5	-3	-74	-101	-129	-168	-154	-163	-171
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>320</b>	<b>366</b>	<b>317</b>	<b>548</b>	<b>522</b>	<b>626</b>	<b>554</b>	<b>688</b>	<b>749</b>	<b>815</b>
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill-avskrivningar	-100	-110	-155	-171	-178	-187	-204	-204	-204	-204
<b>Rörelseresultat</b>	<b>220</b>	<b>256</b>	<b>162</b>	<b>377</b>	<b>344</b>	<b>439</b>	<b>349</b>	<b>484</b>	<b>544</b>	<b>611</b>
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	-45	-70	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-23	-38	191	4	-37	-29	-56	-41	-41	-41
<b>Resultat före skatt</b>	<b>196</b>	<b>218</b>	<b>354</b>	<b>380</b>	<b>307</b>	<b>410</b>	<b>294</b>	<b>443</b>	<b>504</b>	<b>570</b>
Skatter	-81	-76	-70	-71	-100	-116	-94	-111	-126	-143
Minoritetsintressen	-0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat, rapporterat</b>	<b>115</b>	<b>143</b>	<b>284</b>	<b>310</b>	<b>207</b>	<b>294</b>	<b>199</b>	<b>332</b>	<b>378</b>	<b>428</b>

### Kassaflödesanalys

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Resultat före avskrivningar	320	366	317	548	522	626	554	688	749	815
Förändring av rörelsekapital	-49	-8	-95	-193	-161	18	-93	-152	-160	-169
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	200	144	158	204	204	204	204
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b>	<b>271</b>	<b>358</b>	<b>222</b>	<b>241</b>	<b>169</b>	<b>465</b>	<b>311</b>	<b>385</b>	<b>422</b>	<b>463</b>
Finansiella nettokostnader	-23	-38	-35	-21	-19	-22	-56	-41	-41	-41
Betald skatt	-69	-64	-91	-122	-139	-129	-94	-111	-126	-143
Investeringar	-265	-693	174	-297	-212	-281	-281	-281	-281	-281
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-87</b>	<b>-437</b>	<b>270</b>	<b>-198</b>	<b>-201</b>	<b>32</b>	<b>-120</b>	<b>-48</b>	<b>-26</b>	<b>-2</b>
Utdelningar	-91	-65	-78	-104	-104	-104	-76	-115	-125	-145
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp av egna aktier	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-178</b>	<b>-502</b>	<b>192</b>	<b>55</b>	<b>10</b>	<b>49</b>	<b>-46</b>	<b>-11</b>	<b>16</b>	<b>36</b>
Ikke kassaflödespåverkande justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld, rapporterad</b>	<b>791</b>	<b>1 212</b>	<b>918</b>	<b>1 198</b>	<b>1 329</b>	<b>1 314</b>	<b>1 360</b>	<b>1 371</b>	<b>1 355</b>	<b>1 319</b>

### Balansräkning

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Goodwill	367	458	533	614	622	691	691	691	691	691
Övriga immateriella tillgångar	126	172	251	226	189	193	193	193	193	193
Materiella anläggningstillgångar	792	813	1 088	1 288	1 274	1 413	1 490	1 567	1 644	1 722
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	107	551	101	180	181	201	201	201	201	201
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 393</b>	<b>1 994</b>	<b>1 972</b>	<b>2 308</b>	<b>2 265</b>	<b>2 499</b>	<b>2 576</b>	<b>2 653</b>	<b>2 730</b>	<b>2 808</b>
Varulager	767	790	921	1 029	1 105	1 170	1 245	1 313	1 386	1 462
Kundfordringar	765	897	968	1 165	1 255	1 427	1 518	1 602	1 690	1 783
Övriga omsättningstillgångar	84	96	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	92	98	123	188	177	242	196	184	200	236
<b>Övriga omsättningstillgångar</b>	<b>1 707</b>	<b>1 881</b>	<b>2 012</b>	<b>2 382</b>	<b>2 537</b>	<b>2 839</b>	<b>2 959</b>	<b>3 099</b>	<b>3 275</b>	<b>3 481</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>3 100</b>	<b>3 875</b>	<b>3 984</b>	<b>4 690</b>	<b>4 802</b>	<b>5 338</b>	<b>5 534</b>	<b>5 752</b>	<b>6 005</b>	<b>6 288</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>										
Eget kapital	1 399	1 576	1 881	2 082	2 108	2 381	2 505	2 723	2 976	3 258
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 399</b>	<b>1 576</b>	<b>1 881</b>	<b>2 082</b>	<b>2 108</b>	<b>2 381</b>	<b>2 505</b>	<b>2 723</b>	<b>2 976</b>	<b>3 258</b>
Långfristiga finansiella skulder	201	586	286	246	197	319	319	319	319	319
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	81	92	107	0	0	0	0	0	0	1
Övriga långfristiga skulder	36	63	107	261	239	259	259	259	259	259
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>318</b>	<b>741</b>	<b>500</b>	<b>506</b>	<b>435</b>	<b>578</b>	<b>578</b>	<b>578</b>	<b>578</b>	<b>579</b>
Kortfristiga finansiella skulder	681	724	755	1 140	1 309	1 236	1 236	1 236	1 236	1 236
Leverantörsskulder	355	454	405	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	54	61	72	0	0	0	0	0	0	1
Övriga kortfristiga skulder	293	319	371	961	950	1 142	1 215	1 215	1 215	1 215
<b>Kortfristiga skulder</b>	<b>1 383</b>	<b>1 558</b>	<b>1 603</b>	<b>2 102</b>	<b>2 259</b>	<b>2 378</b>	<b>2 451</b>	<b>2 451</b>	<b>2 451</b>	<b>2 452</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>3 100</b>	<b>3 875</b>	<b>3 984</b>	<b>4 690</b>	<b>4 802</b>	<b>5 338</b>	<b>5 534</b>	<b>5 752</b>	<b>6 005</b>	<b>6 289</b>

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Värdering och nyckeltal (SEK)

### Aktiedata

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Vinst per aktie, rapporterad	4,14	4,86	8,44	5,96	3,98	5,66	3,83	6,39	7,27	8,22
Vinst per aktie, justerad	2,98	4,86	8,44	5,96	3,98	6,52	5,18	6,39	7,27	8,22
Rörelsens kassaflöde/aktie	6,75	7,91	8,02	1,05	0,20	0,94	-0,89	-0,22	0,30	0,69
Fritt kassaflöde per aktie	-1,67	-8,40	5,20	-3,81	-3,86	0,62	-2,31	-0,92	-0,50	-0,03
Utdelning per aktie	1,25	1,50	3,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,20	2,40	2,80
Eget kapital per aktie	26,91	30,31	36,17	40,04	40,54	45,79	48,17	52,36	57,23	62,65
Eget kapital per aktie, ex goodwill	19,84	21,51	25,93	28,24	28,58	32,50	34,88	39,06	43,93	49,36
Substansvärde per aktie	26,91	30,31	36,17	40,04	40,54	45,79	48,17	52,36	57,23	62,65
Nettoskuld per aktie	15,20	23,31	17,65	23,05	25,55	25,26	26,15	26,37	26,06	25,37
EV per aktie	100,70	128,06	123,40	138,05	128,05	182,76	141,95	120,67	120,36	119,67
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0

### Värdering

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
P/E-tal, rapporterat	20,6	21,5	12,5	19,3	25,7	27,8	30,2	14,8	13,0	11,5
P/E-tal, justerat	28,6	21,5	12,5	19,3	25,7	24,1	22,4	14,8	13,0	11,5
Kurs/rörelsens kassaflöde	12,7	13,2	13,2	109,7	517,5	168,2	NM	NM	309,6	135,8
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	NM	NM	20,3	NM	NM	255,1	NM	NM	NM	NM
Fritt kassaflöde/börsvärde	-2,0	-8,0	4,9	-3,3	-3,8	0,4	-2,0	-1,0	-0,5	-0,0
Direktavkastning	1,5	1,4	2,8	1,7	2,0	1,3	1,7	2,3	2,5	3,0
Utdelningsandel, justerad	41,9	30,9	35,6	33,6	50,2	30,7	38,6	34,5	33,0	34,0
Kurs/eget kapital	3,18	3,46	2,92	2,87	2,53	3,44	2,40	1,80	1,65	1,51
Kurs/eget kapital, ex goodwill	4,31	4,87	4,08	4,07	3,59	4,85	3,32	2,41	2,15	1,91
Kurs/substansvärde	3,18	3,46	2,92	2,87	2,53	3,44	2,40	1,80	1,65	1,51
EV/omsättning	1,31	1,46	1,21	1,22	1,09	1,38	1,01	0,88	0,83	0,79
EV/EBITDA	16,4	18,2	20,2	13,1	12,7	15,2	13,3	9,8	9,0	8,3
EV/rörelseresultat	23,8	26,0	39,6	19,1	19,4	21,6	21,1	13,9	12,4	11,0
Aktiekurs, årsslut	85,50	104,75	105,75	115,00	102,50	157,50	115,80	94,30	94,30	94,30
Aktiekurs, årshögsta	110,00	108,00	134,75	122,75	138,00	159,00	158,50	117,00	-	-
Aktiekurs, årslägst	65,50	69,75	97,75	89,50	99,00	95,50	104,00	92,40	-	-
Aktiekurs, årssnitt	89,29	81,88	106,15	110,58	115,64	109,20	136,75	112,35	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	4 446	5 447	5 499	5 980	5 330	8 190	6 022	4 904	4 904	4 904
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	5 237	6 659	6 417	7 178	6 659	9 504	7 381	6 741	6 741	6 741

### Tillväxt och marginaler

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Omsättningstillväxt, årsförändring	15,3	13,9	16,4	11,1	3,9	12,3	6,4	5,5	5,5	5,5
Rörelseresultat, årsförändring	-20,1	16,5	-36,6	132,3	-8,7	27,6	-20,4	38,4	12,6	12,2
Vinst per aktie, årsförändring	-9,2	62,9	73,5	-29,4	-33,1	63,7	-20,6	23,4	13,7	13,2
EBITDA marginal	8,0	8,0	6,0	9,3	8,5	9,1	7,6	8,9	9,2	9,5
EBITA marginal	8,0	8,0	6,0	9,3	8,5	9,1	7,6	8,9	9,2	9,5
Rörelsemarginal	5,5	5,6	3,1	6,4	5,6	6,4	4,8	6,3	6,7	7,1
Vinstmarginal, justerad	4,9	4,8	6,7	6,5	5,0	6,6	5,0	5,8	6,2	6,7
Nettomarginal, justerad	3,9	3,1	5,4	5,3	3,4	4,9	3,7	4,3	4,6	5,0
Skattesats	41,3	34,6	19,7	18,6	32,6	28,3	32,1	25,0	25,0	25,0

### Lönsamhet

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Avkastning på eget kapital	11,6	9,6	16,4	15,6	9,9	15,1	11,0	12,7	13,3	13,7
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	15,5	12,6	12,5	13,5	12,6	13,3	13,6	12,9	12,4	13,2
Avkastning på sysselsatt kapital	10,7	10,3	5,8	12,4	10,2	12,3	9,2	12,2	12,9	13,7
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	15,0	12,5	10,5	10,8	9,9	10,2	10,0	11,3	11,4	12,1

### Investeringar och kapitaleffektivitet

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Investeringar	265	693	-174	297	212	281	281	281	281	281
Investeringar/omsättning	6,6	15,2	-3,3	5,0	3,5	4,1	3,9	3,7	3,5	3,3
Investeringar/avskrivningar	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Varulager/omsättning	19,2	17,4	17,4	17,5	18,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Kundfordringar/omsättning	19,1	19,7	18,3	19,8	20,5	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Leverantörsskulder/omsättning	8,9	10,0	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelsekapital/omsättning	29,5	27,1	28,0	37,3	38,6	37,8	37,8	37,8	37,8	37,8
Kapitalomsättningshastighet	1,40	1,31	1,35	1,36	1,29	1,35	1,34	1,36	1,38	1,39

### Finansiell ställning

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Nettoskuld, rapporterad	791	1 212	918	1 198	1 329	1 314	1 360	1 371	1 355	1 319
Soliditet	45,1	40,7	47,2	44,4	43,9	44,6	45,3	47,3	49,6	51,8
Skuldsättningsgrad	0,56	0,77	0,49	0,58	0,63	0,55	0,54	0,50	0,46	0,40
Nettoskuld/börsvärde	0,18	0,22	0,17	0,20	0,25	0,16	0,23	0,28	0,28	0,27
Nettoskuld/EBITDA	2,5	3,3	2,9	2,2	2,5	2,1	2,5	2,0	1,8	1,6

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

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

### Resultaträkning

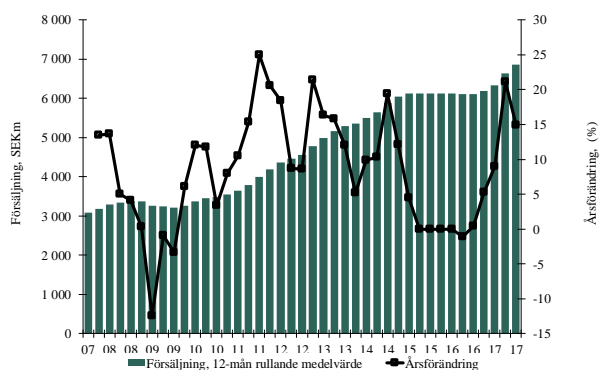
	Q115/16	Q215/16	Q315/16	Q415/16	Q116/17	Q216/17	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18
Nettoomsättning	1 563	1 624	1 432	1 502	1 563	1 624	1 416	1 509	1 646	1 769	1 715	1 733
Övriga intäkter	18	21	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga rörelsekostnader	-23	-30	-	-	-	-	-25	-24	-36	-36	-16	-40
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>162</b>	<b>179</b>	<b>97</b>	<b>102</b>	<b>162</b>	<b>179</b>	<b>30</b>	<b>62</b>	<b>177</b>	<b>202</b>	<b>153</b>	<b>97</b>
Avskrivningar och amorteringar	-39	-39	-	-	-	-	0	0	-44	-49	-48	-49
<b>Rörelseresultat</b>	<b>118</b>	<b>134</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>118</b>	<b>134</b>	<b>30</b>	<b>62</b>	<b>133</b>	<b>153</b>	<b>105</b>	<b>48</b>
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-6	-16	-	-	-	-	-5	-10	2	3	-30	-5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>112</b>	<b>118</b>	<b>61</b>	<b>51</b>	<b>112</b>	<b>118</b>	<b>25</b>	<b>52</b>	<b>135</b>	<b>156</b>	<b>75</b>	<b>43</b>
<b>Resultat före skatt, justerat</b>	<b>112</b>	<b>118</b>	<b>61</b>	<b>51</b>	<b>112</b>	<b>118</b>	<b>25</b>	<b>52</b>	<b>135</b>	<b>156</b>	<b>75</b>	<b>43</b>
Skatter	-31	-33	-	-	-	-	-12	-24	-36	67	-24	-15
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoreultat, rapporterat</b>	<b>81</b>	<b>85</b>	<b>61</b>	<b>51</b>	<b>112</b>	<b>118</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>100</b>	<b>223</b>	<b>51</b>	<b>29</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q115/16	Q215/16	Q315/16	Q415/16	Q116/17	Q216/17	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18
Nettoomsättning	12,1	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	0,4	5,3	8,9	21,1	14,9
Rörelseresultat	5,3	-14,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-44,4	11,9	13,1	14,3	249,2	-23,3
EBITDA marginal	10,3	11,0	6,8	6,8	10,3	11,0	2,1	4,1	10,8	11,4	8,9	5,6
Rörelsemarginal	7,5	8,3	3,8	3,7	7,5	8,3	2,1	4,1	8,1	8,7	6,1	2,8
Vinstmarginal, justerad	7,1	7,3	4,2	3,4	7,1	7,3	1,8	3,4	8,2	8,8	4,4	2,5
Skattesats	27,6	27,9	-	-	-	-	48,8	46,5	26,5	-42,8	32,4	33,6

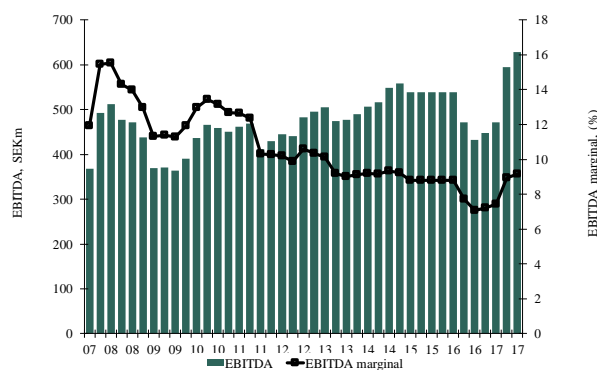
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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



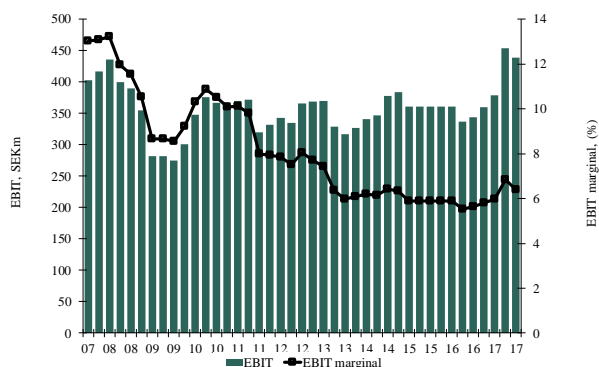
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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



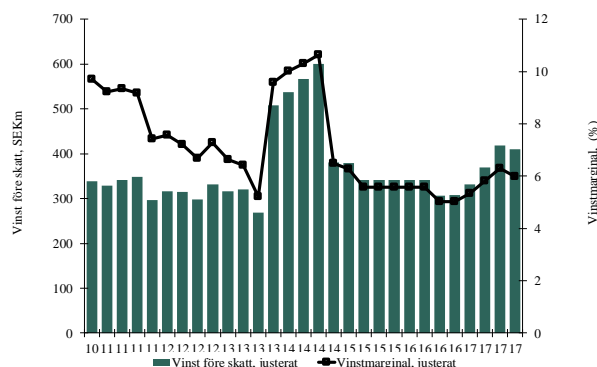
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

---

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

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

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

### Potential och risk

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

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

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

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

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

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

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

### Allmänt

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

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

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska 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. Banken tillhandahåller Likviditetsgaranti för bolagets aktie.

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](http://www.penser.se)