



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industrivaror & Tjänster | Sverige | 18 januari 2023

## Systemair

### Insikter från kapitalmarknadsdag

#### Upprepar finansiella mål

Under kapitalmarknadsdagen den 17:e januari förmedlade Systemair sin strategi för tillväxt och lönsamhet, samt bolagets hållbarhetsprofil och finansiella profil. Centralt är att bolaget upprepar de finansiella målen för tillväxt, lönsamhet, soliditet och utdelningsandel som man offentliggjorde 2019. Bolaget belyste strukturella faktorer som bedöms bidra till att driva försäljningstillväxten under kommande år, samt belyste särskilda produkt- och marknadssegment som kommer att utgöra operationella fokusområden. Utöver detta framhävde bolaget ett antal marginaldrivande aspekter för en kontinuerlig EBIT-marginal om minst 10%. Vi anser att flera strukturella faktorer kommer att arbeta till bolagets fördel kommande år, och anser att kapitalmarknadsdagen underbyggde flera intressanta aspekter för bolagets del.

#### Indikerar stark start för Q3'22/23

I samband med kapitalmarknadsdagen redovisade Systemair indikativa siffror för den finansiella utvecklingen under de två första månaderna av Q3 (november-december). Totalt hade bolaget en tillväxt för perioden om 31%, vilket vi anser är mycket starka siffror även justerat för valuta och förvärv. Vi bedömer att den organiska komponenten av tillväxten har effekter av volymökning respektive prishöjningar som i stort motsvarar Q2, där ungefär två tredjedelar var drivet av prishöjningar.

#### Justeringar

Vi justerar våra estimat för att reflektera vår bedömning om att Q3 kommer att fortsätta starkt, drivet av fortsatt stark prissättningsförmåga. Vi justerar vårt motiverade värde till 83–85 kr per aktie (78–80 kr), primärt drivet av bolagets offentliggjorda siffror över inledningen av Q3. Vi ser indikationer på fortsatt stark tillväxt, drivet av stark en prissättningsförmåga och organisk volymtillväxt.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	23e	Δ%	24e	Δ%	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	83 - 85 kr
Totala intäkter	12 063	5,4	12 127	10,9	Totala intäkter	9 868	12 063	12 127	Aktiekurs	78,9 kr
EBITDA, just.	1 443	3,6	1 513	4,2	Intäktstillväxt	13%	22%	1%	Riskenivå	Low
EPS, just.	2,8	6,6	3,7	6,0	EBITDA, just.	1 178	1 443	1 513	<h4>Kursutveckling 12 mån</h4>	
<h4>Kommande händelser</h4>				EBIT, just.	770	879	1 139	1 276	<h4>Intressekonflikter</h4>	
Q3 - rapport	09 mars 2023			EPS, just.	2,6	2,8	3,7	4,2	Yes	No
Q4 - rapport	08 juni 2023			EPS-tillväxt	N.m.	7%	34%	13%	Likviditetsgarant	✓
<h4>Bolagsfakta (mkr)</h4>				EPS-tillväxt	N.m.	7%	34%	13%	Certified adviser	✓
Antal aktier	208m			EK/aktie	18,5	20,4	23,3	26,6	Transaktioner 12m	✓
Börsvärde	16 411			Utdelning per aktie	0,9	0,9	0,9	0,9		
Nettoskuld	2 794			EBIT-marginal	8,0%	7,4%	9,6%	10,3%		
EV	19 205			ROE, just.	15,2%	14,4%	17,1%	16,9%		
Free float	43%			ROCE, just.	14,1%	13,6%	15,9%	16,3%		
Daglig handelsvolym, snitt	35k			EV/Sales	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x		
Bloomberg Ticker	SYSR SS EQUITY			EV/EBITDA	14,3x	12,8x	11,4x	10,2x		
<h4>Analytiker</h4>				EV/EBIT	21,8x	21,0x	15,2x	13,1x		
Hjalmar Jernstrom				P/E, just.	27,4x	28,2x	21,1x	18,7x		
hjalmar.jernstrom@penser.se				P/EK	3,9x	3,9x	3,4x	3,0x		
				Direktavkastning	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%		
				Nettoskuld/EBITDA	1,6x	1,4x	0,6x	0,2x		

## 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. 42% 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 EU:s 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 ett motiverat värde om 83–85 kr per aktie (78–80 kr per aktie). Vår multipelvärdering baseras på en multipel om 16x EBIT 2023/24e.

## Kapitalmarknadsdag

Systemair presenterade sin kapitalmarknadsdag den 17 januari. Bolaget befäste sina finansiella mål om en omsättningstillväxt om CAGR 10%, en EBIT-marginal om 10%, en soliditet om 30% och en utdelningsandel om 40%. Under kapitalmarknadsdagen belyste bolaget initiativ och strukturella faktorer som förväntas bidra till tillväxt och lönsamhet i linje med de egna målen. Utöver detta presenterade Systemairs bolagets planerade investeringar i fabriker i Nordamerika och Europa, bolagets hållbarhetsarbete och hållbarhetsprofil, samt Systemairs förvärsagenda som tydliggjorts de senaste åren.

Marginalförstärkningen har fortsatt viss prioritet i relation till tillväxtmålet. För att uppnå marginalmålet om 10% ska Systemair prioritera ett antal utvalda fokusområden. Dessa områden inkluderar utveckling av teknikplattformen med olika slags digitala integrationer, samt att utveckla den globala tillverkningsprocessen mot att bli mer automatiserad och effektiv. Utöver detta ska Systemair fokusera försäljningen mot utvalda områden inom bostad, offentliga byggnader, byggnader för sjukvård samt även datacenter och servicearbete, vilket förväntas vara marginalförstärkande. Utöver detta ska bolaget fortsätta med sin mer fokuserade förvärsagenda, samtidigt som man ska arbeta med organisationsinterna effektiviseringar.

Systemair presenterade även strukturella trender samt tillväxt drivare som förväntas bidra till uppfyllnad av tillväxtmålet. Utöver digitalisering inom HVAC-industrin, förväntas Systemair kunna se strukturella medvindar relaterade till t.ex. konsolidering i industrin, demografiska och geopolitiska trender, kombinerat med ett globalt arbete mot utökad hållbarhet. Byggnader är fortsatt en stark bidragare till energikostnader, och ett prioriterat områden för att reducera miljömässiga avtryck globalt.

Till starka drivare för bolagets tillväxt kommande år lyfter Systemair fram omfattande allmänna initiativ, såsom EU:s Green Deal, EU:s initiativ Fit for 55, Nordamerikanska Inflation Reduction Act och Build back better act. Till ytterligare drivare hör ökat fokus på inomhusluft, mer modern sjukvård, ökade behov av datacenter samt en framväxande förekomst av olika typer av smarta byggnader. Bolaget hänvisar till offentliga organ och koncerninterna uppskattningar om att HVAC-marknaden globalt kommer växa med CAGR 5% 2021–2026.

Systemair ser fortsatt tillväxtpotential inom bostäder, där man ska bredda sitt erbjudande till att bli mer av ett helhetserbjudande, genomföra förvärv och fortsätta med effektiviseringar inom produktion. Inom sjukvårdsbyggnader ser bolaget stark tillväxt drivet av ett brett produktbudande och ett ökat behov med förväntade dubbelsiffriga tillväxttal till och med 2025/26. Systemair ser utöver detta att man kan fortsätta prioritera tjänsteutbudet inom utvalda delar av bolagets kundbas, med förväntad tvåsiffrig årlig tillväxt till och med 2025/26.

Bolaget presenterar även investeringar för 2022/23, 2023/24 för USA, Litauen och Tyskland, där man ska bygga uppgradera befintliga fabriker (Europa) eller bygga nya fabriker (USA). CAPEX-cykeln har planat ut något från senaste toppen under 2021, men vi bedömer att bolagets kommande investeringar kommer bidra till något ökade investeringar från nuvarande nivåer. Sammanfattningsvis ser vi att Systemair lyfte fram flera strukturella och koncernspecifika faktorer som vi bedömer kommer vara bidragande för måluppfyllnaden för kommande år, samtidigt som flera aspekter som presenterades underbyggde vårt case, exempelvis de starka strukturella medvindarna som relaterar till hållbarhet, energibesparingar och digital utveckling.

Efter kapitalmarknadsdagen justerar vi våra försäljningsprognoser för 2022/23 samt 2023/24. Vi justerar även våra Capex-estimat något för estimatperioden. Vi ser ett nytt motiverat värde om 83–85 kr per aktie.

## Värdering

Vi värderar Systemair med en multipelansats som kombineras med en DCF-modell. Vår multipelbaserade ansats indikerar ett motiverat värde om 76 kr per aktie (72 kr), samtidigt som vår DCF indikerar ett värde om 86 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om 83–85 kr per aktie (78–80 kr per aktie) då vi lägger en högre vikt vid DCF-värdet. Vår multipelbaserade ansats baseras fortsatt på en målmultipel om 16x EBIT för 2023/24, enligt nedan.

Tabell 1: Multipelvärdering

Target multiple (EBIT 2023/24e)	16
Target EV	18 630
Less net debt	2 794
Target market cap	15 836
Price per share	76

Källa: EPB

Nedan sammanfattas vår DCF-modell med antaganden. Vi applicerar en WACC om 9%. Vi applicerar en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5% samt ytterligare påslag om 1%. Vi bedömer att Systemair har en mycket stark marknadsposition, med ett ledande produktutbud. Marknadsrisken ligger i att bolaget är beroende av konjunkturen, och har särskilt exponering mot bygg- och renoveringskonjunktur.

Tabell 2: DCF-modell

### Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	10 658
PV of terminal value (perpetuity formula)	10 123
<b>Enterprise value</b>	<b>20 781</b>
Latest net debt	2 794
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>17 987</b>
No. of shares outstanding (millions)	208
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>86</b>

### WACC assumptions

Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,0
Cost of equity	10,0%
Cost of debt (pre-tax)	2,5%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	12%
WACC	9,0%

### Terminal value assumptions

Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	12,5%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	21%

Källa: EPB

Tabell 3: Känslighetstabell

Sensitivity analysis

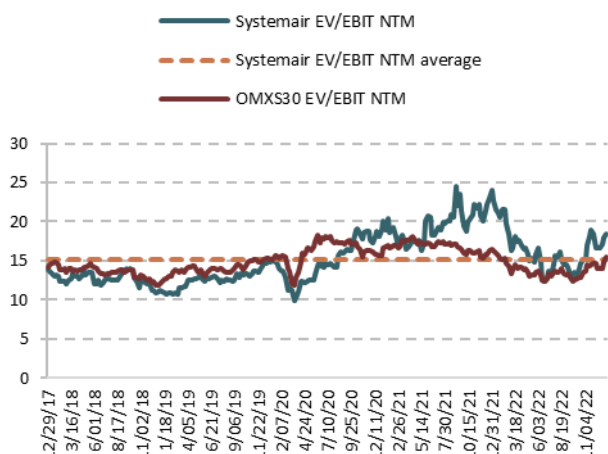
		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	8,0%	94	98	103	110	117
	8,5%	86	90	94	99	105
	9,0%	80	83	<b>86</b>	90	95
	9,5%	74	76	79	83	87
	10,0%	69	71	73	76	79

		Long-term EBIT margin				
		7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%
WACC	8,0%	71	87	103	119	136
	8,5%	66	80	94	109	123
	9,0%	60	73	<b>86</b>	99	112
	9,5%	56	68	79	91	103
	10,0%	52	63	73	84	95

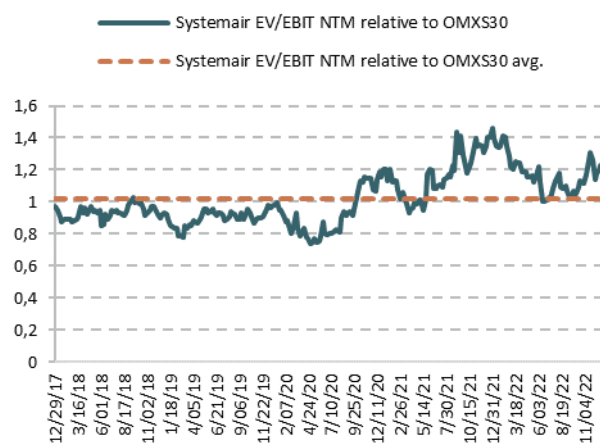
Källa: EPB

Diagram 1: EV/EBIT 2018-2023



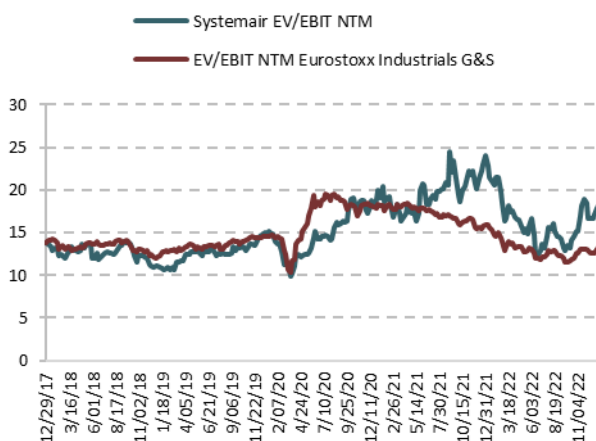
Källa: Factset

Diagram 2: EV/EBIT 2018-2023 rel. OMXS30



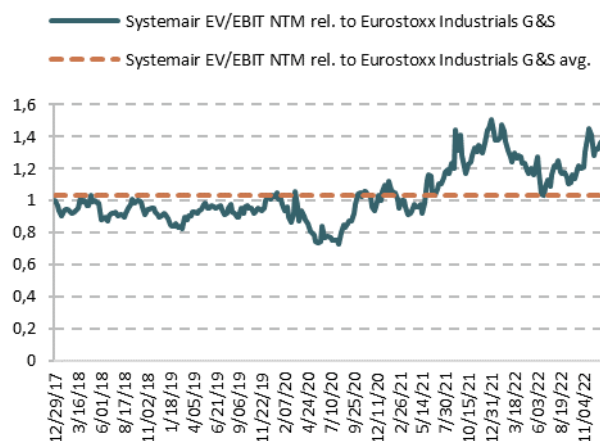
Källa: Factset

Diagram 3: EV/EBIT 2018-2023



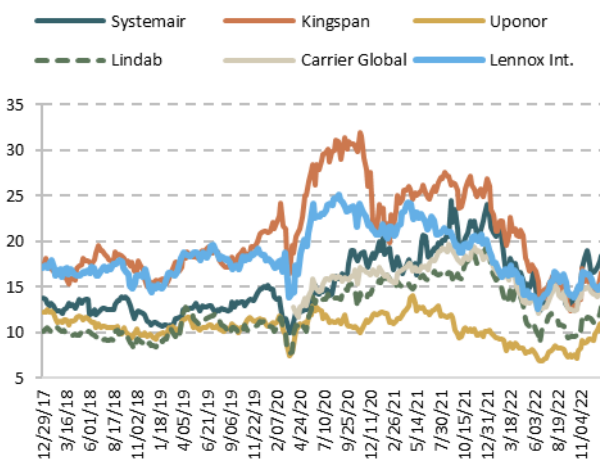
Källa: Factset

Diagram 4: EV/EBIT 2018-2023 rel. Industrials G&S



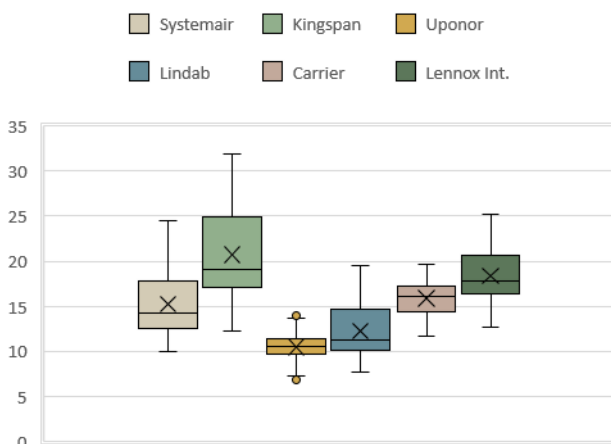
Källa: Factset

Diagram 5: EV/EBIT 2018-2023 vs peers



Källa: Factset, EPB

Diagram 6: EV/EBIT 2018-2023 vs peers



Källa: Factset, EPB

## Resultaträkning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>7 301</b>	<b>8 327</b>	<b>8 915</b>	<b>8 519</b>	<b>9 635</b>	<b>11 811</b>	<b>11 889</b>	<b>12 449</b>
Övriga rörelseintäkter	117	170	170	196	234	252	238	249
<b>Totala intäkter</b>	<b>7 418</b>	<b>8 497</b>	<b>9 085</b>	<b>8 715</b>	<b>9 868</b>	<b>12 063</b>	<b>12 127</b>	<b>12 698</b>
Kostnad sålda varor	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 815	-7 730	-8 036
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2 531</b>	<b>2 899</b>	<b>3 253</b>	<b>3 156</b>	<b>3 552</b>	<b>4 248</b>	<b>4 397</b>	<b>4 662</b>
Totala rörelsekostnader	-1 977	-2 137	-2 268	-2 079	-2 374	-2 805	-2 884	-3 018
<b>EBITDA</b>	<b>554</b>	<b>762</b>	<b>985</b>	<b>1 077</b>	<b>1 178</b>	<b>1 443</b>	<b>1 513</b>	<b>1 644</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>554</b>	<b>762</b>	<b>985</b>	<b>1 077</b>	<b>1 178</b>	<b>1 443</b>	<b>1 513</b>	<b>1 644</b>
Totala avskrivningar	-204	-233	-358	-400	-408	-565	-374	-368
<b>EBITA, justerad</b>	<b>349</b>	<b>529</b>	<b>627</b>	<b>677</b>	<b>770</b>	<b>879</b>	<b>1 139</b>	<b>1 276</b>
<b>EBIT</b>	<b>349</b>	<b>529</b>	<b>627</b>	<b>677</b>	<b>770</b>	<b>879</b>	<b>1 139</b>	<b>1 276</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>349</b>	<b>529</b>	<b>627</b>	<b>677</b>	<b>770</b>	<b>879</b>	<b>1 139</b>	<b>1 276</b>
Finansnetto	-16	-70	-82	-113	-28	-52	-60	-60
<b>Resultat före skatt</b>	<b>333</b>	<b>458</b>	<b>545</b>	<b>564</b>	<b>742</b>	<b>827</b>	<b>1 079</b>	<b>1 216</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>333</b>	<b>458</b>	<b>545</b>	<b>564</b>	<b>742</b>	<b>827</b>	<b>1 079</b>	<b>1 216</b>
Total skatt	-103	-137	-158	-153	-197	-245	-302	-341
<b>Nettoresultat</b>	<b>230</b>	<b>322</b>	<b>387</b>	<b>411</b>	<b>544</b>	<b>582</b>	<b>777</b>	<b>876</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>230</b>	<b>322</b>	<b>387</b>	<b>411</b>	<b>544</b>	<b>582</b>	<b>777</b>	<b>876</b>

Källa: Systemair, EPB

## Kassaflödesanalys

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EBIT	349	529	627	677	770	879	1 139	1 276
Övriga kassaflödesposter	33	48	170	190	180	268	12	-33
Förändringar i rörelsekapital	-174	-150	57	136	-714	-136	109	57
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>208</b>	<b>427</b>	<b>854</b>	<b>1 002</b>	<b>235</b>	<b>1 011</b>	<b>1 260</b>	<b>1 301</b>
Investeringar	-423	-239	-211	-442	-326	-398	-416	-436
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-215</b>	<b>188</b>	<b>642</b>	<b>560</b>	<b>-91</b>	<b>613</b>	<b>844</b>	<b>865</b>
Utdelningar	-104	-104	-104	0	-158	-187	-187	-187
Förvärv	-79	-274	-56	-21	-199	-308	469	0
Förändringar av lån	323	266	-255	-446	428	150	0	0
Övriga poster	21	-3	32	15	10	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-55</b>	<b>73</b>	<b>151</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>268</b>	<b>1 126</b>	<b>678</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>1 761</b>	<b>1 996</b>	<b>1 718</b>	<b>1 264</b>	<b>1 878</b>	<b>2 030</b>	<b>914</b>	<b>303</b>

Källa: Systemair, EPB

## Balansräkning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	759	847	820	736	889	979	979	979
Övriga immateriella tillgångar	217	265	248	211	216	216	216	216
Materiella anläggningstillgångar	1 722	1 769	1 712	1 811	2 058	2 109	1 682	1 750
Finansiella anläggningstillgångar	240	268	531	545	462	461	461	461
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>2 939</b>	<b>3 149</b>	<b>3 311</b>	<b>3 302</b>	<b>3 624</b>	<b>3 766</b>	<b>3 339</b>	<b>3 406</b>
Varulager	1 399	1 509	1 572	1 437	2 225	2 480	2 378	2 365
Kundfordringar	1 564	1 902	1 840	1 898	2 287	2 835	2 853	2 988
Övriga omsättningstillgångar	69	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	213	250	378	319	336	604	1 729	2 407
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3 245</b>	<b>3 662</b>	<b>3 789</b>	<b>3 654</b>	<b>4 848</b>	<b>5 918</b>	<b>6 960</b>	<b>7 760</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>6 183</b>	<b>6 811</b>	<b>7 100</b>	<b>6 956</b>	<b>8 472</b>	<b>9 684</b>	<b>10 299</b>	<b>11 167</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	4 248	4 838	5 526
<b>Summa eget kapital</b>	<b>2 620</b>	<b>2 839</b>	<b>3 085</b>	<b>3 330</b>	<b>3 854</b>	<b>4 248</b>	<b>4 838</b>	<b>5 526</b>
Långfristiga räntebärande skulder	691	1 070	942	847	1 066	1 216	1 216	1 216
Övriga långfristiga skulder	0	0	178	204	165	165	165	165
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>966</b>	<b>1 359</b>	<b>1 392</b>	<b>1 311</b>	<b>1 507</b>	<b>1 657</b>	<b>1 657</b>	<b>1 657</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	1 283	1 176	1 154	736	1 148	1 417	1 427	1 494
Övriga kortfristiga skulder	1 316	1 437	1 470	1 578	1 964	2 362	2 378	2 490
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2 599</b>	<b>2 613</b>	<b>2 624</b>	<b>2 314</b>	<b>3 112</b>	<b>3 779</b>	<b>3 804</b>	<b>3 984</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>6 186</b>	<b>6 811</b>	<b>7 100</b>	<b>6 956</b>	<b>8 472</b>	<b>9 684</b>	<b>10 299</b>	<b>11 167</b>

Källa: Systemair, EPB

## Tillväxt och marginaler

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Intäkstillväxt	15%	7%	N.m.	13%	22%	1%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	38%	29%	9%	9%	23%	5%	9%
EBIT-tillväxt, justerad	51%	19%	8%	14%	14%	30%	12%
EPS-tillväxt, justerad	40%	20%	6%	N.m.	7%	34%	13%
Bruttomarginal	34,8%	36,5%	37,0%	36,9%	36,0%	37,0%	37,5%
EBITDA-marginal	9,1%	11,0%	12,6%	12,2%	12,2%	12,7%	13,2%
EBITDA-marginal, justerad	9,1%	11,0%	12,6%	12,2%	12,2%	12,7%	13,2%
EBIT-marginal	6,3%	7,0%	7,9%	8,0%	7,4%	9,6%	10,3%
EBIT-marginal, justerad	6,3%	7,0%	7,9%	8,0%	7,4%	9,6%	10,3%
Vinst-marginal, justerad	8,0%	4,3%	4,8%	5,7%	4,9%	6,5%	7,0%

Källa: Systemair, EPB

## Avkastning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
ROE, justerad	Neg.	12%	13%	13%	15%	14%	17%	17%
ROCE, justerad	Neg.	11%	12%	13%	14%	14%	16%	16%
ROIC, justerad	Neg.	11%	13%	14%	15%	15%	19%	22%

Källa: Systemair, EPB



## Kapitaleffektivitet

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Varulager / totala intäkter	19%	18%	17%	16%	23%	21%	20%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	22%	20%	22%	23%	23%	24%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	23%	21%	20%	26%	24%	24%	23%
Kapitalomsättningshastighet	1,6x	1,7x	1,8x	1,8x	1,6x	1,8x	1,6x	1,5x

Källa: Systemair, EPB

## Finansiell ställning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoskuld	1 761	1 996	1 718	1 264	1 878	2 030	914	303
Soliditet	42%	42%	43%	48%	45%	44%	47%	49%
Nettoskulsättningsgrad	0,7x	0,7x	0,6x	0,4x	0,5x	0,5x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	3,2x	2,6x	1,7x	1,2x	1,6x	1,4x	0,6x	0,2x

Källa: Systemair, EPB

## Aktiedata

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EPS	4,42	6,19	7,44	7,90	2,62	2,80	3,74	4,21
EPS, justerad	4,42	6,19	7,44	7,90	2,62	2,80	3,74	4,21
FCF per aktie	-4,14	3,62	12,3	10,8	-0,44	2,95	4,06	4,16
Utdelning per aktie	0,50	0,50	0,00	0,75	0,90	0,90	0,90	0,90
Eget kapital per aktie	50,4	54,6	59,3	64,0	18,5	20,4	23,3	26,6
Antal aktier vid årets slut, m	52,0	52,0	52,0	52,0	208	208	208	208
Antal aktier efter utspädning, snitt	52,0	52,0	52,0	52,0	208	208	208	208

Källa: Systemair, EPB

## Värdering

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
P/E, justerad	5,5x	7,3x	8,7x	12,9x	27,4x	28,2x	21,1x	18,7x
P/EK	0,5x	0,8x	1,1x	1,6x	3,9x	3,9x	3,4x	3,0x
P/FCF	Neg.	12,5x	5,2x	9,5x	Neg.	26,8x	19,5x	19,0x
FCF-yield	Neg.	8%	19%	11%	Neg.	4%	5%	5%
Direktavkastning	2,1%	1,1%	0,0%	0,7%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
Utdelningsandel, justerad	11,3%	8,1%	0,0%	9,5%	34,4%	32,2%	24,1%	21,4%
EV/Sales	0,4x	0,5x	0,6x	0,8x	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x
EV/EBITDA, justerad	5,5x	5,7x	5,1x	6,1x	14,3x	12,8x	11,4x	10,2x
EV/EBIT, justerad	8,6x	8,2x	8,1x	9,7x	21,8x	21,0x	15,2x	13,1x
EV	3 019	4 342	5 066	6 562	16 812	18 441	17 325	16 714
Aktiekurs	24,2	45,1	64,4	102	71,8	78,9	78,9	78,9

Källa: Systemair, EPB

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

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)