



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industrivaror & Tjänster | Sverige | 04 september 2023

Systemair

Stark organisk tillväxt på bred front

Stark organisk tillväxt drivet av god utveckling i Europa

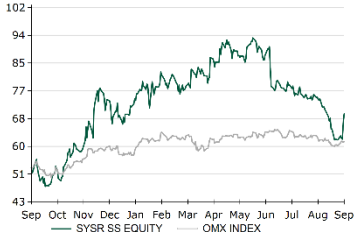
Systemair redovisar en stark organisk tillväxt i Q1 om 11%, vilket motsvarade en omsättning om 3 175 mkr, ca 3% starkare än våra prognoser om 3 082 mkr. Bland de europeiska marknadssegmenten betonades den starka tillväxten i Västeuropa som växte 10% organiskt, samtidigt som Norden backar ca 9% organiskt och Västeuropa hade 3% organisk tillväxt y/y. Nordamerika och Övriga marknader fortsatte gå mycket starkt. Den goda tillväxten i Europa drivs av att den underliggande marknaden var robust i flera viktiga länder, samtidigt som fortsatta prisjusteringar hade positiv inverkan, motsvarande ca 50% av den organiska tillväxten. Orderingen i kvartalet motsvarar en book-to-bill om över 1,0, samtidigt som orderingen hade en 50/50-fördelning mellan pris och volym.

God marginalutveckling y/y

EBIT-marginalen i Q1 uppgick till 11%, vilket överskred våra förväntningar om strax under 10%. Den goda marginalen är driven av flera samspelande effekter, bland annat av avyttringen av ventilationsverksamheten som skapar en bättre produktmix. Fritt kassaflöde i Q1 uppgick till 177 mkr, motsvarande fritt kassaflöde/omsättning om 6%. Fritt kassaflöde pressas något av att investeringarna växer y/y.

Sammantaget en stark rapport

Sammantaget överträffade rapporten våra förväntningar både sett till tillväxt och marginal, drivet av att flera kärnmarknader uppvisade starkare utveckling än vad vi förväntat oss. Vi noterar att orderingen i kvartalet överskrider faktureringen, och anser att prisjusteringarna i kvartalet indikerar fortsatt god prisjusteringsförmåga. Vi höjer vår omsättningsprognos för innevarande räkenskapsår med ca 2%. Vi ser fortsatt ett motiverat värde om 90–92 kr per aktie (oförändrat).

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk													
	24e	25e	26e		22/23	23/24e	24/25e	25/26e	Motiverat värde	90.0 - 92.0 SEK												
Totala intäkter	1,5%	1,2%	1,2%	Totala intäkter	12 763	12 588	13 012	13 663	Aktiekurs	69,7 SEK												
EBITDA, just.	3,4%	0,8%	1,0%	Tillväxt	29%	-1%	3%	5%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	5,3%	1,0%	1,3%	EBITDA, just.	1 970	1 562	1 674	1 824	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	1 402	1 177	1 306	1 460														
Q2 - rapport	07 december 2023			EPS, just.	5,0	3,9	4,3	4,8														
Q3 - rapport	05 mars 2024			EPS-tillväxt, just.	92%	-22%	10%	12%														
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	25,3	28,4	31,5	34,9														
				Utdelning per aktie	0,9	1,2	1,4	1,4														
				EBIT-marginal	11,6%	9,6%	10,2%	10,9%														
				ROE, just.	22,9%	14,6%	14,4%	14,6%														
				ROCE, just.	21,2%	16,0%	16,5%	16,7%														
Antal aktier	208m			EV/Sales	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Börsvärde	13 936			EV/EBITDA	7,9x	9,8x	9,2x	8,4x														
Nettoskuld	1 502			EV/EBIT	11,1x	13,0x	11,8x	10,5x														
EV	15 349			P/E, just.	13,3x	17,1x	15,5x	13,8x														
Free float	46%			P/EK	2,6x	2,4x	2,1x	1,9x														
Daglig handelsvolym, snitt	55k			Direktavkastning	1,3%	1,8%	2,1%	2,1%														
Bloomberg Ticker	SYSR SS EQUITY			FCF yield	1%	6%	8%	7%														
Analytiker				Nettoskuld/EBITDA	0,8x	0,4x	-0,1x	-0,4x														
Hjalmar Jernström																						
hjalmar.jernstrom@penser.se																						

## 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.

## Bolagsbeskrivning

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

## Värdering

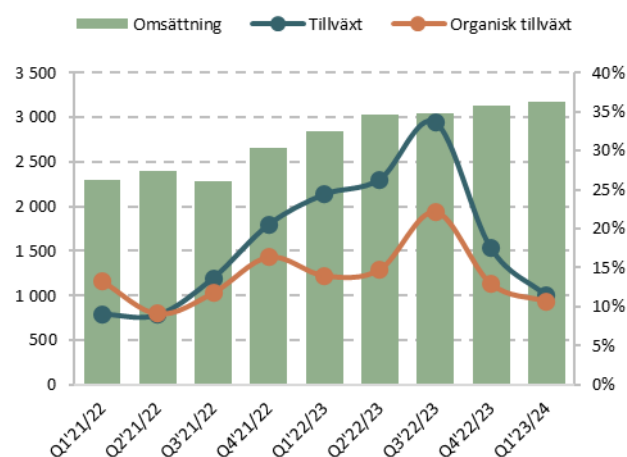
Vi värderar Systemair med en multipelbaserad ansats som kompletteras med en DCF. Vi ser ett motiverat värde om 90–92 kr (90–92 kr). Vår multipelvärdering baseras på en multipel om 17x EBIT för kommande tolv månaders period. Vår DCF baseras på en WACC om 9% och en långsiktig lönsamhet om 12,5%.

## Kvartalet i detalj

Systemair redovisar omsättning för Q1'23/24 som uppgick till 3 175 mkr (2 849 mkr), vilket motsvarar en tillväxt om 11,4%, varav organisk tillväxt var 10,7%, avyttringen av ventilationsverksamheten medförde -3,5% och valutaeffekter motsvarade 4,2%. Samtliga marknader redovisade god organisk tillväxt bortsett från Norden, som i sin tur hade god utveckling i Danmark, men desto sämre utveckling i Sverige och Norge. Bland de europeiska marknadssegmenten betonades den starka tillväxten i Västeuropa som växte 10% organiskt, samtidigt som Norden backade ca 9% organiskt och Västeuropa hade 3% organisk tillväxt y/y. Nordamerika och Övriga marknader fortsatte gå starkt.

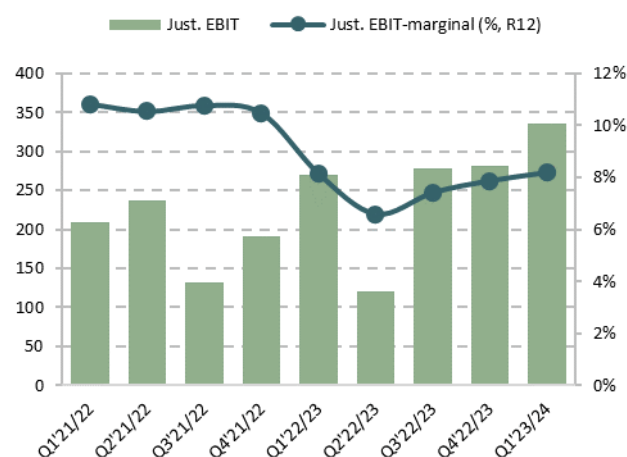
Rörelseresultatet i kvartalet uppgick till 335 mkr (270 mkr) drivet av den organiska tillväxten, samt marginalexpansionen (EBIT-marginalen uppgick till 10,5% (9,5%)). Samtidigt bibehölls en oförändrad bruttomarginal. Systemair redovisar fritt kassaflöde om 177 mkr i Q1, motsvarande fritt kassaflöde/omsättning om 6%. Investeringsnivån ökade i kvartalet, drivet av effektiviseringsarbeten som drivs i flera av bolagets produktionsanläggningar. Trots detta hade bolaget förhållandevis goda nivåer av fritt kassaflöde, och vi bedömer att investeringarna framöver kommer att reduceras från de höga nivåerna i Q1.

Diagram 1: Omsättning och tillväxt



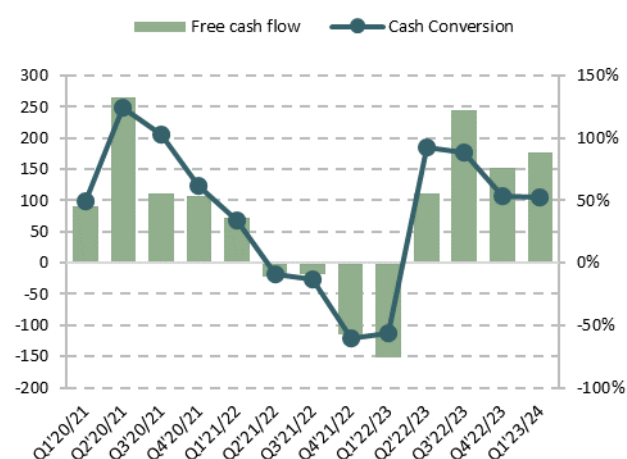
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: EBIT och EBIT-marginal (%)



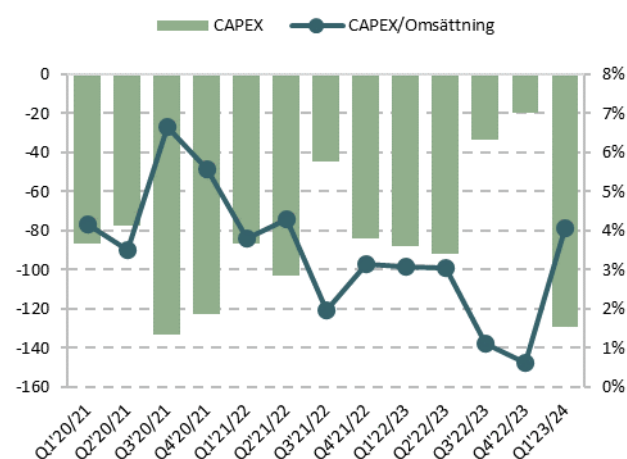
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 3: Free Cash Flow och Cash Conversion



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 4: Investeringar



Källa: Bolagsrapporter

## Prognosjusteringar

Efter rapporten justerar vi våra estimat för att reflektera något högre omsättning än vi räknat med i kvartalet. Vi ser fortsatt goda marginaler, drivet av långsiktigt effektiviseringsarbete och organisk tillväxt. Vi har fortfarande en något försiktig inställning till omsättningsutvecklingen under 2023/24e, men höjer trots det prognoserna efter Q1. Vi höjer omsättningsprognoserna med ca 1–1,2% för 2023/24e – 2025/26e, och EBITDA med ca 3%, 0,8% och 1 % för respektive räkenskapsår. Efter en översikt av den interna klassificeringen för risk ser vi en ny risk som är medelhög, vilket endast är en effekt av en ändring i den interna metoden för riskklassificering.

## Värdering

### Multipelansats

Vi värderar Systemair med en multipelansats som kombineras med en DCF-modell. Vår multipelbaserade ansats baseras på en multipel för våra estimat för EBIT förkommande tolv månadersperiod. Metoden indikerar ett motiverat värde om 91 kr per aktie, samtidigt som vår DCF indikerar ett värde om 95 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om 90–92 kr. Vår multipelbaserade ansats baseras på en målmultipel om 17x EBIT för NTM, enligt nedan.

Tabell 1: Multipelvärdering

Värdering		Känslighetsanalys				
		EV/EBIT (x) NTM				
		15	16	17	18	19
Aktier	208	Motiverat värde per aktie				
Nettoskuld	1 413					
Multipel (EV/EBIT NTM)	17	80	85	91	97	103
<b>Bolagsvärde</b>	<b>20 410</b>					
Justering nettoskuld	-1 413					
<b>Värde</b>	<b>18 997</b>					
<b>Motiverat värde per aktie (SEK)</b>	<b>91</b>					

Källa: EPB

### DCF-modell

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 särskild exponering mot bygg- och renoveringskonjunktur.

Tabell 2: DCF-modell

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	10 861	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	10 280	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	12,5%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>21 140</b>	Market cap-premie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	1 413	Extra riskpremie	1,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>9%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	20,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>19 727</b>			Skattesats	20,5%
Antal utstående aktier, full utspädning	208				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>95</b>				

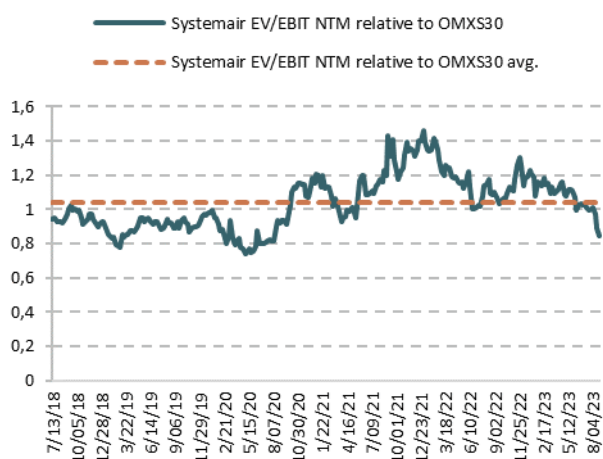
Källa: EPB

Tabell 3: Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal					
		0,0%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%			7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%	
WACC	8%	102	107	112	118	126	WACC	8%	80	96	113	129	145	
	9%	95	99	103	108	114		9%	74	89	103	118	133	
	9%	88	91	95	99	104		9%	69	82	95	109	122	
	10%	83	85	88	92	96		10%	64	76	88	101	113	
	10%	77	80	82	85	88		10%	60	71	82	93	104	

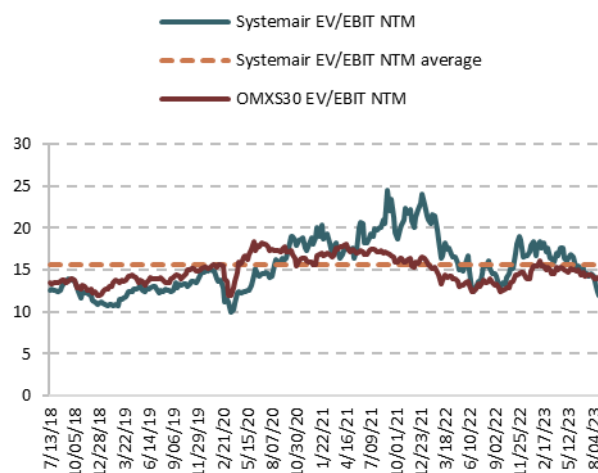
Källa: EPB

Diagram 5: EV/EBIT NTM



Källa: Factset

Diagram 6: EV/EBIT NTM



Källa: Factset

## Resultaträkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>8 327</b>	<b>8 915</b>	<b>8 519</b>	<b>9 635</b>	<b>12 058</b>	<b>12 305</b>	<b>12 757</b>	<b>13 395</b>
Övriga rörelseintäkter	170	170	196	234	705	282	255	268
<b>Totala intäkter</b>	<b>8 497</b>	<b>9 085</b>	<b>8 715</b>	<b>9 868</b>	<b>12 763</b>	<b>12 588</b>	<b>13 012</b>	<b>13 663</b>
Kostnad sålda varor	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 949	-8 026	-8 236	-8 573
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2 899</b>	<b>3 253</b>	<b>3 156</b>	<b>3 552</b>	<b>4 815</b>	<b>4 562</b>	<b>4 776</b>	<b>5 090</b>
Försäljningskostnader	-1 594	-1 630	-1 461	-1 669	-1 892	-2 175	-2 273	-2 395
Administrationskostnader	-389	-424	-428	-438	-575	-567	-574	-603
Övriga rörelsekostnader	-154	-214	-190	-268	-378	-258	-255	-268
<b>EBITDA</b>	<b>762</b>	<b>985</b>	<b>1 077</b>	<b>1 178</b>	<b>1 970</b>	<b>1 562</b>	<b>1 674</b>	<b>1 824</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>762</b>	<b>985</b>	<b>1 077</b>	<b>1 178</b>	<b>1 970</b>	<b>1 562</b>	<b>1 674</b>	<b>1 824</b>
Avskrivningar	-233	-358	-400	-408	-568	-385	-368	-364
<b>EBITA, justerad</b>	<b>529</b>	<b>627</b>	<b>677</b>	<b>770</b>	<b>1 402</b>	<b>1 177</b>	<b>1 306</b>	<b>1 460</b>
<b>EBIT</b>	<b>529</b>	<b>627</b>	<b>677</b>	<b>770</b>	<b>1 402</b>	<b>1 177</b>	<b>1 306</b>	<b>1 460</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>529</b>	<b>627</b>	<b>677</b>	<b>770</b>	<b>1 402</b>	<b>1 177</b>	<b>1 306</b>	<b>1 460</b>
Finansnetto	-70	-82	-113	-28	-107	-63	-60	-60
<b>Resultat före skatt</b>	<b>458</b>	<b>545</b>	<b>564</b>	<b>742</b>	<b>1 295</b>	<b>1 114</b>	<b>1 246</b>	<b>1 400</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>458</b>	<b>545</b>	<b>564</b>	<b>742</b>	<b>1 295</b>	<b>1 114</b>	<b>1 246</b>	<b>1 400</b>
Total skatt	-137	-158	-153	-197	-250	-298	-349	-392
<b>Nettoresultat</b>	<b>322</b>	<b>387</b>	<b>411</b>	<b>544</b>	<b>1 045</b>	<b>817</b>	<b>897</b>	<b>1 008</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>322</b>	<b>387</b>	<b>411</b>	<b>544</b>	<b>1 045</b>	<b>817</b>	<b>897</b>	<b>1 008</b>
Intäkstillväxt	-	7%	-4%	13%	29%	-1%	3%	5%
Bruttomarginal	34,8%	36,5%	37,0%	36,9%	39,9%	37,1%	37,4%	38,0%
EBIT-marginal, justerad	6,3%	7,0%	7,9%	8,0%	11,6%	9,6%	10,2%	10,9%
EPS, justerad	6,19	7,44	7,90	2,62	5,02	3,93	4,31	4,85
EPS-tillväxt, justerad	-	20%	6%	-67%	92%	-22%	10%	12%

Källa: Systemair, EPB

## Kassaflödesanalys

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EBIT	529	627	677	770	1 402	1 177	1 306	1 460
Övriga kassaflödesposter	7	160	181	180	-179	24	-41	-88
Förändringar i rörelsekapital	-150	57	136	-714	-635	31	315	57
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>386</b>	<b>844</b>	<b>994</b>	<b>235</b>	<b>588</b>	<b>1 232</b>	<b>1 580</b>	<b>1 429</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-239	-211	-442	-326	-432	-362	-414	-469
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-239</b>	<b>-211</b>	<b>-442</b>	<b>-326</b>	<b>-432</b>	<b>-362</b>	<b>-414</b>	<b>-469</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>148</b>	<b>633</b>	<b>552</b>	<b>-91</b>	<b>155</b>	<b>871</b>	<b>1 166</b>	<b>961</b>
Förvärv och avyttringar	-274	-56	-21	-199	0	469	0	0
Förändring av skulder	266	-255	-446	428	0	-500	0	0
Utdelningar	-104	-104	0	-158	-187	-187	-250	-291
Övriga poster	-3	32	15	10	319	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-115</b>	<b>-383</b>	<b>-452</b>	<b>81</b>	<b>131</b>	<b>-218</b>	<b>-250</b>	<b>-291</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>33</b>	<b>250</b>	<b>100</b>	<b>-11</b>	<b>287</b>	<b>652</b>	<b>916</b>	<b>669</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>1 996</b>	<b>1 718</b>	<b>1 264</b>	<b>1 878</b>	<b>1 596</b>	<b>627</b>	<b>-112</b>	<b>-705</b>

Källa: Systemair, EPB

## Balansräkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	847	820	736	889	989	989	989	989
Övriga immateriella tillgångar	265	248	211	216	291	291	291	291
Materiella anläggningstillgångar	1 769	1 712	1 811	2 058	2 526	2 034	2 080	2 185
Finansiella anläggningstillgångar	268	531	545	462	448	448	448	448
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>3 149</b>	<b>3 311</b>	<b>3 302</b>	<b>3 624</b>	<b>4 254</b>	<b>3 762</b>	<b>3 808</b>	<b>3 913</b>
Varulager	1 509	1 572	1 437	2 225	2 459	2 584	2 551	2 545
Kundfordringar	1 902	1 840	1 898	2 287	2 848	2 953	3 062	3 215
Likvida medel och kortfristiga placeringar	250	378	319	336	340	992	1 909	2 578
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3 662</b>	<b>3 789</b>	<b>3 654</b>	<b>4 848</b>	<b>5 647</b>	<b>6 530</b>	<b>7 522</b>	<b>8 338</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>6 811</b>	<b>7 100</b>	<b>6 956</b>	<b>8 472</b>	<b>9 901</b>	<b>10 291</b>	<b>11 330</b>	<b>12 250</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	2 839	3 085	3 330	3 854	5 273	5 912	6 559	7 276
<b>Summa eget kapital</b>	<b>2 839</b>	<b>3 085</b>	<b>3 330</b>	<b>3 854</b>	<b>5 273</b>	<b>5 912</b>	<b>6 559</b>	<b>7 276</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1 070	942	847	1 066	765	265	265	265
Övriga långfristiga skulder	289	449	464	441	423	423	423	423
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1 359</b>	<b>1 392</b>	<b>1 311</b>	<b>1 507</b>	<b>1 189</b>	<b>689</b>	<b>689</b>	<b>689</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	1 176	1 154	736	1 148	1 171	1 354	1 531	1 607
Övriga kortfristiga skulder	1 437	1 470	1 578	1 964	2 260	2 338	2 551	2 679
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2 613</b>	<b>2 624</b>	<b>2 314</b>	<b>3 112</b>	<b>3 431</b>	<b>3 692</b>	<b>4 082</b>	<b>4 286</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>6 811</b>	<b>7 100</b>	<b>6 956</b>	<b>8 472</b>	<b>9 892</b>	<b>10 291</b>	<b>11 330</b>	<b>12 250</b>

Källa: Systemair, EPB

## Tillväxt och marginaler

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Intäkstillväxt	-	7%	-4%	13%	29%	-1%	3%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	29%	9%	9%	67%	-21%	7%	9%
EBIT-tillväxt, justerad	-	19%	8%	14%	82%	-16%	11%	12%
EPS-tillväxt, justerad	-	20%	6%	-67%	92%	-22%	10%	12%
Bruttomarginal	34,8%	36,5%	37,0%	36,9%	39,9%	37,1%	37,4%	38,0%
EBITDA-marginal	9,1%	11,0%	12,6%	12,2%	16,3%	12,7%	13,1%	13,6%
EBITDA-marginal, justerad	9,1%	11,0%	12,6%	12,2%	16,3%	12,7%	13,1%	13,6%
EBIT-marginal	6,3%	7,0%	7,9%	8,0%	11,6%	9,6%	10,2%	10,9%
EBIT-marginal, justerad	6,3%	7,0%	7,9%	8,0%	11,6%	9,6%	10,2%	10,9%
Vinst-marginal, justerad	3,9%	4,3%	4,8%	5,7%	8,7%	6,6%	7,0%	7,5%

Källa: Systemair, EPB

## Avkastning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	13%	13%	15%	23%	15%	14%	15%
ROCE, justerad	Neg.	12%	13%	14%	21%	16%	17%	17%
ROIC, justerad	Neg.	13%	14%	15%	22%	18%	20%	22%

Källa: Systemair, EPB

## Kapitaleffektivitet

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Varulager / totala intäkter	18%	17%	16%	23%	19%	21%	20%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	22%	20%	22%	23%	22%	23%	24%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	34%	32%	30%	36%	32%	33%	36%	36%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	21%	20%	26%	24%	25%	24%	23%
Kapitalomsättningshastighet	1,7x	1,8x	1,8x	1,6x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x

Källa: Systemair, EPB

## Finansiell ställning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	1 996	1 718	1 264	1 878	1 596	627	-112	-705
Soliditet	42%	43%	48%	45%	53%	57%	58%	59%
Nettoskuldsättningsgrad	0,7x	0,6x	0,4x	0,5x	0,3x	0,1x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,6x	1,7x	1,2x	1,6x	0,8x	0,4x	-0,1x	-0,4x

Källa: Systemair, EPB

## Aktiedata

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
EPS	6,19	7,44	7,90	2,62	5,02	3,93	4,31	4,85
EPS, justerad	6,19	7,44	7,90	2,62	5,02	3,93	4,31	4,85
FCF per aktie	2,84	12,2	10,6	-0,44	0,75	4,19	5,60	4,62
Utdelning per aktie	0,50	0,00	0,75	0,90	0,90	1,20	1,40	1,40
Eget kapital per aktie	54,6	59,3	64,0	18,5	25,3	28,4	31,5	34,9
Antal aktier vid årets slut, m	52,0	52,0	52,0	208	208	208	208	208
Antal aktier efter utspädning, snitt	52,0	52,0	52,0	208	208	208	208	208

Källa: Systemair, EPB

## Värdering

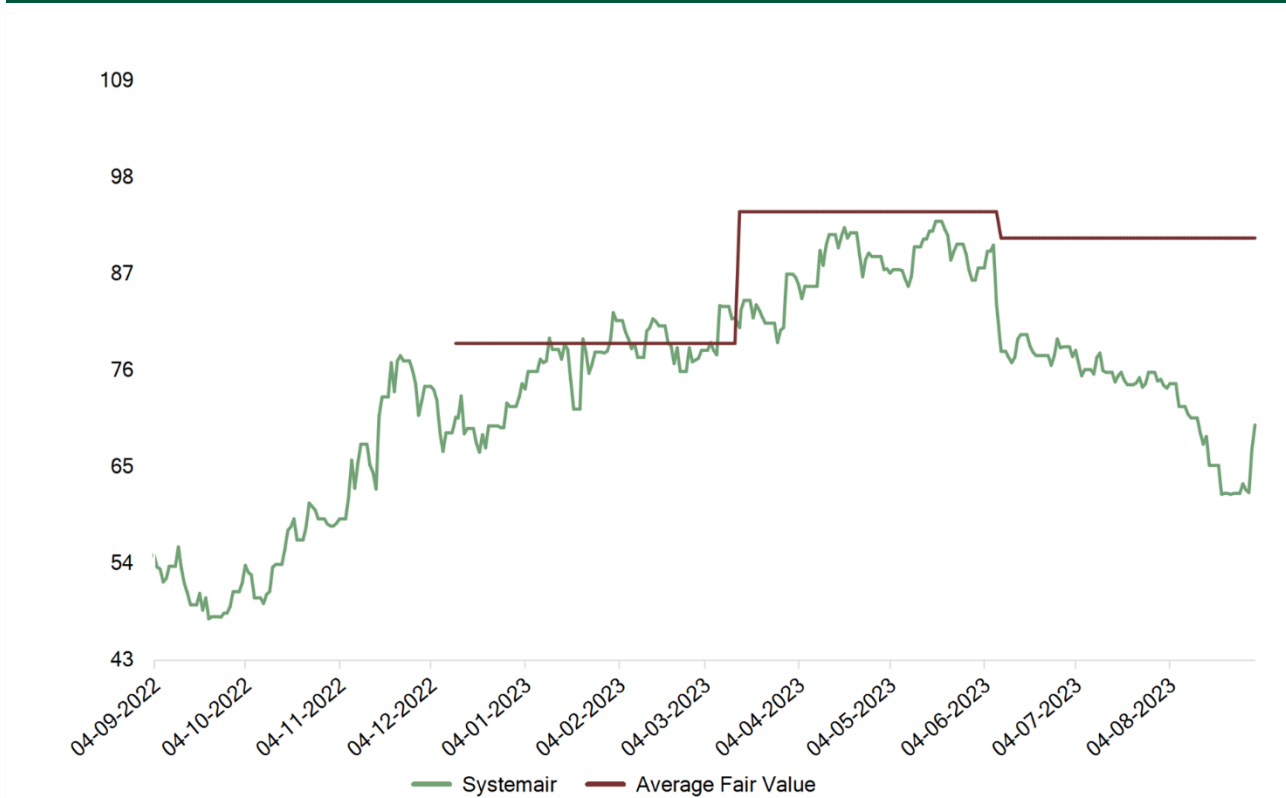
	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
P/E, justerad	4,6x	4,6x	8,0x	23,8x	13,3x	17,1x	15,5x	13,8x
P/EK	0,5x	0,6x	1,0x	3,4x	2,6x	2,4x	2,1x	1,9x
P/FCF	10,1x	2,8x	6,0x	Neg.	89,8x	16,0x	12,0x	14,5x
FCF-yield	10%	35%	17%	Neg.	1%	6%	8%	7%
Direktavkastning	1,7%	0,0%	1,2%	1,4%	1,3%	1,8%	2,1%	2,1%
Utdelningsandel, justerad	8,1%	0,0%	9,5%	34,4%	17,9%	30,6%	32,5%	28,9%
EV/Sales	0,4x	0,4x	0,5x	1,5x	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	4,6x	3,6x	4,2x	12,6x	7,9x	9,8x	9,2x	8,4x
EV/EBIT, justerad	6,6x	5,6x	6,7x	19,3x	11,1x	13,0x	11,8x	10,5x
EV	3 491	3 515	4 566	14 857	15 532	15 349	15 349	15 349
Aktiekurs	28,8	34,6	63,5	62,4	67,0	67,0	67,0	67,0

Källa: Systemair, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Systemair (SYSR SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## Disclosure

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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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