



# Systemair

Nytäckning   
 Rapport   
 Viktig händelse

## Robust medvind i verksamheten

### Risk och avkastningspotential

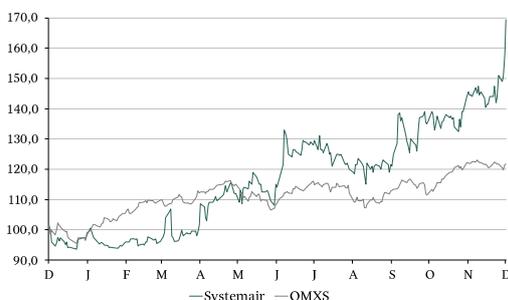
Kurspotential	Medel
Riskenivå	Medel
Kurs	169,50
Högsta/Lägsta (12M)	169,50/93,60
Antal aktier (m)	52,0
Börsvärde (SEKm)	8 814
Nettoskuld (SEKm)	2 282
Enterprise Value (SEKm)	11 096
Reuters/Bloomberg	SYSR.ST/SYSR.SS
Listning	Nasdaq OMX

### Estimat och värdering (SEK)

	18/19	19/20E	20/21E	21/22E
Försäljning	8 327	9 192	9 651	10 134
EBITDA	762	1 033	1 145	1 235
EBIT	529	681	775	846
Vinst f. skatt	458	632	726	797
EPS, just.	6,31	8,87	10,19	11,04
EK/A	54,60	59,98	66,16	72,70
Utdelning	2,00	3,50	4,00	4,50
V/A Tillv.	9,5	40,6	14,8	8,3
EBIT Marg.	6,4	7,4	8,0	8,3
ROE	12,0	15,5	16,2	15,9
ROCE	11,5	14,0	15,8	17,2
Nettoskuld/EK	0,70	0,57	0,43	0,30
EV/Fsg.	0,96	1,21	1,15	1,10
EV/EBITDA	10,5	10,7	9,7	9,0
EV/EBIT	15,1	16,3	14,3	13,1
P/E, just.	18,2	19,1	16,6	15,4
P/EK	2,11	2,83	2,56	2,33
Direktavk.	1,7	2,1	2,4	2,7

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
11/03/2020	Q3-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

### Stark organisk tillväxt där Västeuropa överraskar

Systemair rapporterade ett överraskande starkt kvartal, där framförallt den starka lönsamheten stack ut. Nettoomsättningen ökade med 15,4% till 2483 mkr (2151), vilket var drygt 3% över vår prognos. Totalt uppgick tillväxten under kvartalet till 15,4%, där den organiska tillväxten stod för 6 %-enheter, förvärvstillväxten för 5,2 %-enheter och en positiv effekt från valuta för 4,2 %-enheter. Avvikelsen mot våra estimat förklaras primärt av en starkare organisk tillväxt än väntat, där framförallt Västeuropa överraskar och uppvisar en organisk tillväxt på 7% under kvartalet (vår prognos 1%). Även Norden uppvisar något starkare organisk tillväxt än väntat, även om den var negativ för kvartalet på -1%. Här hade vi räknat med -3%. Bortsett från Europa uppvisade samtliga övriga regionen en organisk tillväxt mellan 3-13% för kvartalet. Ledningen nämner även att efterfrågan är fortsatt god och ser med "tillförsikt" en fortsatt organisk tillväxt de kommande kvartalen. Det tål även att nämnas att Systemair nu har levererat en positiv organisk tillväxt samtliga kvartal, förutom ett, de senaste nio åren.

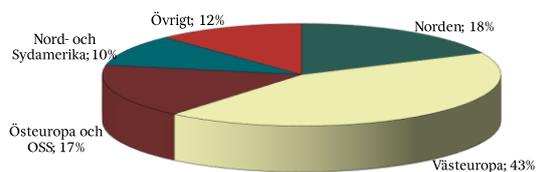
### Högsta rörelsemarginalen på sju år

Särskilt värt att notera i rapporten var den starka lönsamheten, där bruttomarginalen uppgick till 35,8% (34%), drivet av bolagets arbete med att förbättra resultatet. Vi bedömer att ledningen har genomfört prishöjningar, vilket skulle vara en delförklaring till den förbättrade marginalen. Rörelsemarginalen var 11,4% (8,8%), motsvarande en EBIT på 284 mkr (189). Det var över vår förväntan och bolagets starkaste marginal ett enskilt kvartal sedan 2012. Högt kapacitetsutnyttjande tillsammans med genomförda åtgärder bidrog till det starka resultatet.

### Justerar upp motiverat värde till 165-170 kr (från 145 kr)

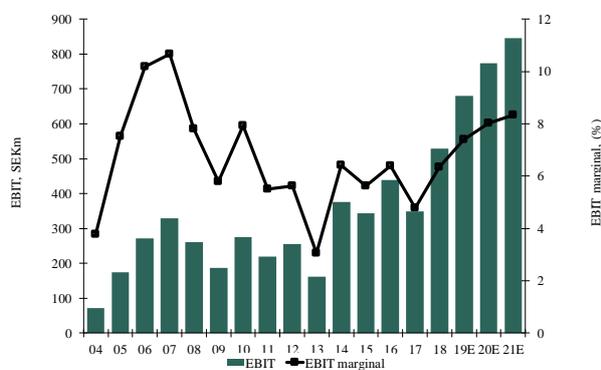
Rapporten bekräftar bolagets strategi om att fokusera på lönsamhet före volym, vilket är positivt. Samtidigt är det andra kvartalet årets viktigaste kvartal, varpå den överraskande starka marginalen och organiska tillväxten blir av extra stor vikt. Vi skrev i samband med kapitalmarknadsdagen att vi vill se ett par datapunkter där ledningen lyckas med genomförda lönsamhetsåtgärder, vilket vi fick i dagens rapport. Detta tillsammans med en mer gynnsam marknad i Västeuropa och Norden än vad vi hade räknat med motiverar positiva estimatrevideringar för 2019/2020e vad gäller lönsamheten, medan vi lämnar försäljningsprognosen i princip oförändrad för kommande år. Vi justerar samtidigt upp vårt motiverade värde per aktie till 165-170 kr per aktie (tidigare 145 kr) och ser en fortsatt medelhög potential, till en medelhög risk.

## Systemair – Försäljning per marknad



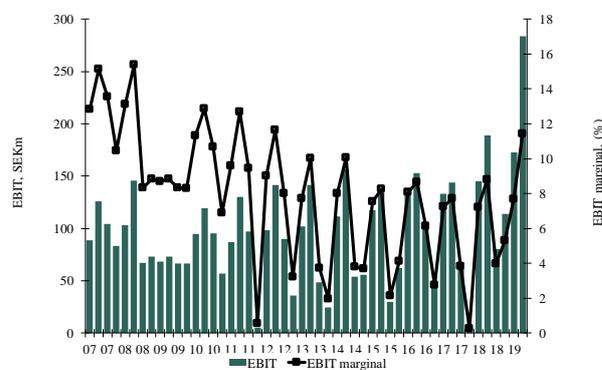
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Systemair – Resultatutveckling, helår



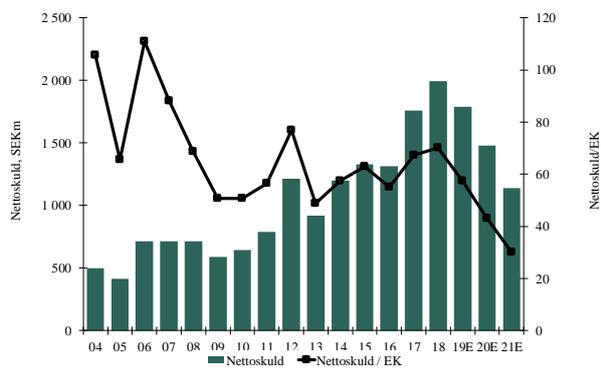
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## 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)	8 814	
Antal utestående aktier (m)	52,0	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	24	
<b>Fritt handlade aktier</b>	<b>36,0%</b>	
<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	7,5%	7,5%
Nordea Fonder	6,1%	6,1%
Others	22,5%	22,5%

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Investment case

*Systemair fortsätter den inslagna vägen med fokus på ökad lönsamhet. Ledningen upprepar detta i senaste kvartalsrapporten och räknar med att realisera synergier från tidigare förvärv, kombinerat med fortsatt fokus på medelstora projekt som tenderar ha bättre lönsamhet. Givet hur marknaden ser ut ser vi bolagets fokus på lönsamhet som naturlig. Ledningen är fast besluten om att uppnå marginalmålet (EBIT) på 10 %. Vi ser en gradvis förbättring av marginalen på medellång sikt, upp mot 8,5 % de närmaste tre åren. Bolaget handlas på EV/EBIT 16x på innevarande års resultat, vilket vi ser som attraktivt givet historiken och tillväxtutsikterna.*

### **Stark utveckling på den ryska marknaden**

De senaste åren har varit händelserika för Systemair då bolaget har gjort flertalet förvärv samtidigt som de har genomfört omstruktureringar. Den ryska marknaden har historiskt präglats av tydlig protektionism, vilket har inneburit att flera ventilations- och byggföretag har suttit med ledig kapacitet. Detta har dock gett effekt det senaste kvartalet då den ryska marknaden har utvecklats starkt och visar god försäljningstillväxt igen. För Q2'19/20 överraskade regionerna Östeuropa, Nord- & Sydamerika samt Västeuropa, medan regionen Norden var något av en besvikelse.

### **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 sikt. Marknaden fortsätter att ha en stabil underliggande tillväxt 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 19/20e har vi gjort bedömningen att en rimlig marginal bör vara runt 7,4%. Under det senaste året har Systemair genomfört fyra intressanta förvärv; Koolair i Spanien, Greentek i Kanada, Pacific HVAC i Australien samt Maroc i Marocko. Medan de tre sistnämndas lönsamhet bedöms ligga över Systemair-koncernen, räknar vi med att Koolair har en marginal kring 22-29%, beroende på säsong. Bolagets två senaste förvärv, Maroc och Pacific HVAC genomfördes efter Q1'19/20 utgång, och var därmed och påverkade positivt från och med Q2'19/20. De bedöms även bidra till att höja marginalen på sikt. Tillsammans bör de två senaste förvärven omsätta drygt 200 mkr på årsbasis. Noterbart är att Systemair endast förvärvade 60% av aktierna i Maroc, med en option om att förvärva resterande aktier inom tre år.

### **Aktien handlas på en premie mot sektorn**

Aktien handlas på en EV/EBIT-multipel på 16x för 19/20e vilket är en premie mot sektorn. Framåt väntar vi fortsatt en något förbättrad lönsamhet i takt med ett fortsatt skifte i fokus från större till mindre projekt, som historiskt har medfört högre marginaler. Vi ser även goda möjligheter till marginalexpansion på längre sikt baserat på gjorda effektiviseringar och kontinuerliga förbättringar. Vi ser ett motiverat värde per aktie på 165-170 kr.

**Systemair – Våra estimatförändringar (SEK)**

	2019/20E			2020/21E			2021/22E		
	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.
Försäljning	9 107	9 192	0,9%	9 608	9 651	0,5%	10 136	10 134	0,0%
EBIT	643	681	5,9%	717	775	8,0%	768	846	10,2%
EPS just.	8,41	8,87	5,5%	9,45	10,19	7,8%	10,02	11,04	10,1%

Source: Erik Penser Bank

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

### Resultaträkning

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Nettoomsättning	4 551	5 296	5 882	6 113	6 864	7 301	8 327	9 192	9 651	10 134
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kostnad för sålda varor	-2 924	-3 509	-3 858	-4 010	-4 502	-4 887	-5 373	-6 112	-6 370	-6 638
Bruttovinst	1 627	1 787	2 025	2 102	2 361	2 414	2 955	3 079	3 281	3 496
Försäljningskostnader	-1 041	-1 183	-1 353	-1 400	-1 548	-1 653	-1 827	-1 976	-2 056	-2 158
Administrationskostnader	-226	-285	-314	-337	-365	-361	-389	-404	-425	-456
Forsknings- och utvecklingskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	5	-3	-74	-101	-129	-168	-154	-175	-183	-193
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>366</b>	<b>317</b>	<b>548</b>	<b>522</b>	<b>626</b>	<b>554</b>	<b>762</b>	<b>1 033</b>	<b>1 145</b>	<b>1 235</b>
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill-avskrivningar	-110	-155	-171	-178	-187	-204	-233	-352	-370	-389
Rörelseresultat	256	162	377	344	439	349	529	681	775	846
Extraordinära poster	0	0	0	0	-45	-70	-7	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-38	191	4	-37	-29	-17	-70	-49	-49	-49
<b>Resultat före skatt</b>	<b>218</b>	<b>354</b>	<b>380</b>	<b>307</b>	<b>410</b>	<b>333</b>	<b>458</b>	<b>632</b>	<b>726</b>	<b>797</b>
Skatter	-76	-70	-71	-100	-116	-103	-137	-171	-196	-223
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat, rapporterat</b>	<b>143</b>	<b>284</b>	<b>310</b>	<b>207</b>	<b>294</b>	<b>230</b>	<b>321</b>	<b>461</b>	<b>530</b>	<b>574</b>

### Kassaflödesanalys

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Resultat före avskrivningar	366	317	548	522	626	554	762	1 033	1 145	1 235
Förändring av rörelsekapital	-8	-95	-193	-161	18	-174	-150	-206	-181	-190
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	200	144	158	221	192	352	370	389
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b>	<b>358</b>	<b>222</b>	<b>241</b>	<b>169</b>	<b>465</b>	<b>224</b>	<b>386</b>	<b>608</b>	<b>719</b>	<b>773</b>
Finansiella nettokostnader	-38	-35	-21	-19	-22	-24	-32	-49	-49	-49
Betald skatt	-64	-91	-122	-139	-129	-147	-153	-171	-196	-223
Investeringar	-693	174	-297	-212	-281	-482	-515	-220	-200	-200
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-437</b>	<b>270</b>	<b>-198</b>	<b>-201</b>	<b>32</b>	<b>-429</b>	<b>-129</b>	<b>388</b>	<b>519</b>	<b>573</b>
Utdelningar	-65	-78	-104	-104	-104	-87	-104	-182	-208	-234
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>-502</b>	<b>192</b>	<b>55</b>	<b>10</b>	<b>49</b>	<b>-39</b>	<b>33</b>	<b>206</b>	<b>311</b>	<b>339</b>
Icke kassaflödespåverkande justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld, rapporterad</b>	<b>1 212</b>	<b>918</b>	<b>1 198</b>	<b>1 329</b>	<b>1 314</b>	<b>1 761</b>	<b>1 996</b>	<b>1 790</b>	<b>1 479</b>	<b>1 140</b>

### Balansräkning

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Goodwill	458	533	614	622	691	759	847	847	847	847
Övriga immateriella tillgångar	172	251	226	189	193	217	265	265	265	265
Materiella anläggningstillgångar	813	1 088	1 288	1 274	1 413	1 722	1 769	1 637	1 467	1 278
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	551	101	180	181	201	240	268	268	268	268
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 994</b>	<b>1 972</b>	<b>2 308</b>	<b>2 265</b>	<b>2 499</b>	<b>2 939</b>	<b>3 149</b>	<b>3 017</b>	<b>2 846</b>	<b>2 658</b>
Varulager	790	921	1 029	1 105	1 170	1 399	1 509	1 563	1 641	1 723
Kundfordringar	897	968	1 165	1 255	1 427	1 632	1 902	2 055	2 158	2 266
Övriga omsättningstillgångar	96	0	0	0	0	12	0	0	0	0
Likvida medel	98	123	188	177	242	213	250	456	767	1 106
Övriga omsättningstillgångar	1 881	2 012	2 382	2 537	2 839	3 256	3 662	4 074	4 566	5 094
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>3 875</b>	<b>3 984</b>	<b>4 690</b>	<b>4 802</b>	<b>5 338</b>	<b>6 195</b>	<b>6 811</b>	<b>7 090</b>	<b>7 412</b>	<b>7 752</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>										
Eget kapital	1 576	1 881	2 082	2 108	2 381	2 620	2 839	3 119	3 440	3 781
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 576</b>	<b>1 881</b>	<b>2 082</b>	<b>2 108</b>	<b>2 381</b>	<b>2 620</b>	<b>2 839</b>	<b>3 119</b>	<b>3 440</b>	<b>3 781</b>
Långfristiga finansiella skulder	586	286	246	197	319	691	1 070	1 070	1 070	1 070
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	92	107	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	63	107	261	239	259	276	289	289	289	289
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>741</b>	<b>500</b>	<b>506</b>	<b>435</b>	<b>578</b>	<b>966</b>	<b>1 359</b>	<b>1 359</b>	<b>1 359</b>	<b>1 359</b>
Kortfristiga finansiella skulder	724	755	1 140	1 309	1 236	1 283	1 176	1 176	1 176	1 176
Leverantörsskulder	454	405	0	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	61	72	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	319	371	961	950	1 142	1 325	1 437	1 437	1 437	1 437
<b>Kortfristiga skulder</b>	<b>1 558</b>	<b>1 603</b>	<b>2 102</b>	<b>2 259</b>	<b>2 378</b>	<b>2 609</b>	<b>2 613</b>	<b>2 613</b>	<b>2 613</b>	<b>2 613</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>3 875</b>	<b>3 984</b>	<b>4 690</b>	<b>4 802</b>	<b>5 338</b>	<b>6 195</b>	<b>6 811</b>	<b>7 090</b>	<b>7 412</b>	<b>7 752</b>

Källa: Bolagsrapporter, Erik Pensar Bank

## Systemair – Värdering och nyckeltal (SEK)

### Aktiedata

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Vinst per aktie, rapporterad	4,86	8,44	5,96	3,98	5,66	4,42	6,18	8,87	10,19	11,04
Vinst per aktie, justerad	4,86	8,44	5,96	3,98	6,52	5,76	6,31	8,87	10,19	11,04
Rörelsens kassaflöde/aktie	7,91	8,02	1,05	0,20	0,94	-0,75	0,63	3,96	5,98	6,51
Fritt kassaflöde per aktie	-8,40	5,20	-3,81	-3,86	0,62	-8,25	-2,48	7,45	9,98	11,01
Utdelning per aktie	1,50	3,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	3,50	4,00	4,50
Eget kapital per aktie	30,31	36,17	40,04	40,54	45,79	50,39	54,60	59,98	66,16	72,70
Eget kapital per aktie, ex goodwill	21,51	25,93	28,24	28,58	32,50	35,79	38,32	43,69	49,88	56,42
Substansvärde per aktie	30,31	36,17	40,04	40,54	45,79	50,39	54,60	59,98	66,16	72,70
Nettoskuld per aktie	23,31	17,65	23,05	25,55	25,26	33,87	38,38	34,42	28,44	21,93
EV per aktie	128,06	123,40	138,05	128,05	182,76	149,67	153,38	203,92	197,94	191,43
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

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
P/E-tal, rapporterat	21,5	12,5	19,3	25,7	27,8	26,2	18,6	19,1	16,6	15,4
P/E-tal, justerat	21,5	12,5	19,3	25,7	24,1	20,1	18,2	19,1	16,6	15,4
Kurs/rörelsens kassaflöde	13,2	13,2	109,7	517,5	168,2	NM	182,3	42,8	28,4	26,0
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	NM	20,3	NM	NM	255,1	NM	NM	22,7	17,0	15,4
Fritt kassaflöde/börsvärde	-8,0	4,9	-3,3	-3,8	0,4	-7,1	-2,2	4,4	5,9	6,5
Direktavkastning	1,4	2,8	1,7	2,0	1,3	1,7	1,7	2,1	2,4	2,7
Utdelningsandel, justerad	30,9	35,6	33,6	50,2	30,7	34,7	31,7	39,4	39,3	40,8
Kurs/eget kapital	3,46	2,92	2,87	2,53	3,44	2,30	2,11	2,83	2,56	2,33
Kurs/eget kapital, ex goodwill	4,87	4,08	4,07	3,59	4,85	3,24	3,00	3,88	3,40	3,00
Kurs/substansvärde	3,46	2,92	2,87	2,53	3,44	2,30	2,11	2,83	2,56	2,33
EV/omsättning	1,46	1,21	1,22	1,09	1,38	1,07	0,96	1,21	1,15	1,10
EV/EBITDA	18,2	20,2	13,1	12,7	15,2	14,1	10,5	10,7	9,7	9,0
EV/rörelseresultat	26,0	39,6	19,1	19,4	21,6	22,3	15,1	16,3	14,3	13,1
Aktiekurs, årsslut	104,75	105,75	115,00	102,50	157,50	115,80	115,00	169,50	169,50	169,50
Aktiekurs, årshögsta	108,00	134,75	122,75	138,00	159,00	158,50	119,80	169,50	-	-
Aktiekurs, årslägst	69,75	97,75	89,50	99,00	95,50	104,00	85,80	108,00	-	-
Aktiekurs, årssnitt	81,88	106,15	110,58	115,64	109,20	136,75	105,72	118,42	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	5 447	5 499	5 980	5 330	8 190	6 022	5 980	8 814	8 814	8 814
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	6 659	6 417	7 178	6 659	9 504	7 783	7 976	11 096	11 096	11 096

### Tillväxt och marginaler

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Omsättningsstillväxt, årsförändring	13,9	16,4	11,1	3,9	12,3	6,4	14,1	10,4	5,0	5,0
Rörelseresultat, årsförändring	16,5	-36,6	132,3	-8,7	27,6	-20,4	51,4	28,7	13,8	9,2
Vinst per aktie, årsförändring	62,9	73,5	-29,4	-33,1	63,7	-11,6	9,5	40,6	14,8	8,3
EBITDA marginal	8,0	6,0	9,3	8,5	9,1	7,6	9,2	11,2	11,9	12,2
EBITA marginal	8,0	6,0	9,3	8,5	9,1	7,6	9,2	11,2	11,9	12,2
Rörelsemarginal	5,6	3,1	6,4	5,6	6,4	4,8	6,4	7,4	8,0	8,3
Vinstmarginal, justerad	4,8	6,7	6,5	5,0	6,6	5,5	5,6	6,9	7,5	7,9
Nettomarginal, justerad	3,1	5,4	5,3	3,4	4,9	4,1	3,9	5,0	5,5	5,7
Skattesats	34,6	19,7	18,6	32,6	28,3	31,0	29,9	27,0	27,0	28,0

### Lönsamhet

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Avkastning på eget kapital	9,6	16,4	15,6	9,9	15,1	12,0	12,0	15,5	16,2	15,9
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	12,6	12,5	13,5	12,6	13,3	13,8	12,9	12,9	14,2	14,3
Avkastning på sysselsatt kapital	10,3	5,8	12,4	10,2	12,3	8,7	11,5	14,0	15,8	17,2
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	12,5	10,5	10,8	9,9	10,2	9,9	11,0	11,3	12,4	13,4

### Investeringar och kapitaleffektivitet

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Investeringar	693	-174	297	212	281	482	515	220	200	200
Investeringar/omsättning	15,2	-3,3	5,0	3,5	4,1	6,6	6,2	2,4	2,1	2,0
Investeringar/avskrivningar	NM	NM	NM							
Varulager/omsättning	17,4	17,4	17,5	18,1	17,1	19,2	18,1	17,0	17,0	17,0
Kundfordringar/omsättning	19,7	18,3	19,8	20,5	20,8	22,4	22,8	22,4	22,4	22,4
Leverantörsskulder/omsättning	10,0	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelsekapital/omsättning	27,1	28,0	37,3	38,6	37,8	41,5	41,0	39,4	39,4	39,4
Kapitalomsättningshastighet	1,31	1,35	1,36	1,29	1,35	1,27	1,28	1,32	1,33	1,34

### Finansiell ställning

	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Nettoskuld, rapporterad	1 212	918	1 198	1 329	1 314	1 761	1 996	1 790	1 479	1 140
Soliditet	40,7	47,2	44,4	43,9	44,6	42,3	41,7	44,0	46,4	48,8
Skuldsättningsgrad	0,77	0,49	0,58	0,63	0,55	0,67	0,70	0,57	0,43	0,30
Nettoskuld/börsvärde	0,22	0,17	0,20	0,25	0,16	0,29	0,33	0,20	0,17	0,13
Nettoskuld/EBITDA	3,3	2,9	2,2	2,5	2,1	3,2	2,6	1,7	1,3	0,9

Notera 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

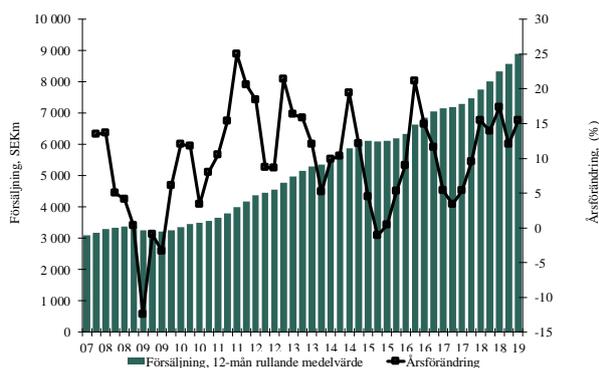
	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19	Q119/20	Q219/20
Nettoomsättning	1 715	1 733	1 837	1 864	1 773	1 827	2 013	2 151	2 019	2 144	2 254	2 483
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga rörelsekostnader	-16	-40	-34	-36	-33	-66	-30	-59	-34	-31	-41	-40
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>153</b>	<b>97</b>	<b>182</b>	<b>193</b>	<b>119</b>	<b>60</b>	<b>201</b>	<b>246</b>	<b>139</b>	<b>177</b>	<b>258</b>	<b>373</b>
Avskrivningar och amorteringar	-48	-49	-49	-49	-52	-55	-56	-57	-58	-63	-85	-89
<b>Rörelseresultat</b>	<b>105</b>	<b>48</b>	<b>133</b>	<b>144</b>	<b>68</b>	<b>5</b>	<b>145</b>	<b>189</b>	<b>80</b>	<b>114</b>	<b>173</b>	<b>284</b>
Extraordinära poster	0	0	-0	-5	-21	-44	0	0	-7	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-30	-5	-27	-0	-15	26	-35	-11	-6	-18	4	-20
<b>Resultat före skatt</b>	<b>75</b>	<b>43</b>	<b>106</b>	<b>144</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Resultat före skatt, justerat</b>	<b>75</b>	<b>43</b>	<b>106</b>	<b>149</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Skatter	-24	-15	-30	-42	-11	-19	-38	-52	-30	-18	-49	-70
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoreultat, rapporterat</b>	<b>51</b>	<b>29</b>	<b>76</b>	<b>101</b>	<b>42</b>	<b>12</b>	<b>72</b>	<b>126</b>	<b>45</b>	<b>78</b>	<b>129</b>	<b>194</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19	Q119/20	Q219/20
Nettoomsättning	21,1	14,9	11,6	5,3	3,4	5,4	9,6	15,4	13,9	17,3	12,0	15,4
Rörelseresultat	249,2	-23,3	-0,1	-6,1	-35,7	-89,1	9,0	31,3	18,5	2 094,2	19,4	50,3
EBITDA marginal	8,9	5,6	9,9	10,3	6,7	3,3	10,0	11,4	6,9	8,3	11,5	15,0
Rörelsemarginal	6,1	2,8	7,2	7,7	3,8	0,3	7,2	8,8	4,0	5,3	7,7	11,4
Vinstmarginal, justerad	4,4	2,5	5,8	8,0	1,2	2,4	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Skattesats	32,4	33,6	28,7	29,4	NM							

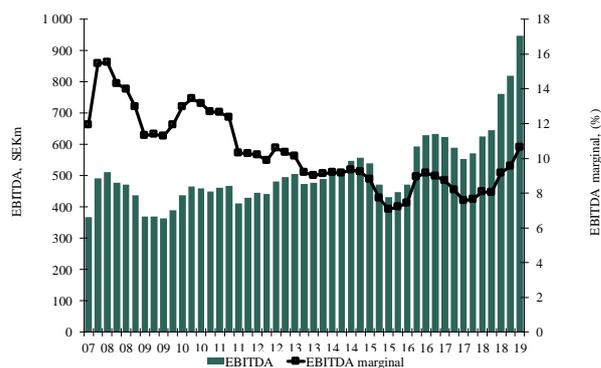
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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



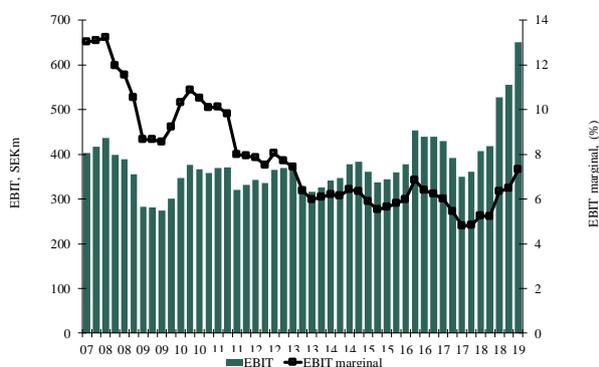
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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



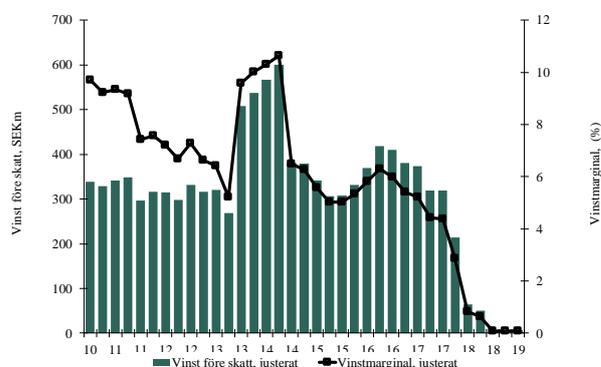
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### 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 månadersperioden. 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 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 berörda 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.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

---