



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 10 June 2020

Systemair

Covid-effekter men stark bruttomarginal

Intäktstapp men stark bruttomarginal

Omsättningen för fjärde kvartalet uppgick till 2 031 mkr, vilket var 5,3 % lägre än samma period föregående år och lägre än våra estimat om 2 201 mkr. Minskningen kan härledas till effekter av Covid-19 som drabbade samtliga marknader primärt under april. Rörelseresultatet kom in på 56 mkr (114 mkr) men belastas av goodwill-nedskrivningar om 38 mkr. Bruttomarginalen kom in på 34,6 %, över våra estimat om 33 %.

Sänker estimaten mot bakgrund av osäkra utsikter

Vi justerar intäktsestimaten något. För 2020/21e bedömer vi att intäkterna kommer att uppgå till 9 017 mkr (9 403). För 2021/22e respektive 2022/23e bedömer vi att intäkterna kommer att uppgå till 9 468 respektive 9 941 mkr. Vi bedömer att rörelseresultatet kommer att uppgå till 696 mkr för 2020/21, och 804 respektive 886 mkr för 2021/22e respektive 2022/23e.

Fabriker åter öppnade

Systemair nyttjar kapaciteten i fabriker och de flesta är öppnade igen sedan nedstängningen. Vi ser även positivt på att man lyckas implementera de kommunicerade lönsamhetsåtgärderna och att det syns på bruttomarginalen. Bolaget är dock sencykliskt och vi ser att effekterna av Covid-19 kan bli förstärkta under kommande kvartal. Vi justerar ned intäktsestimaten, och justerar riktkursen marginellt till 150 - 155 kr (150 kr).

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	No	Förr		2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e	Motiverat värde	150.00 - 155.00	
EPS, just 2020	8.36	9.49	-11.9%	Sales,m	8,915	9,017	9,468	9,941	Current price	170.00
EPS, just 2021	9.99	10.49	-4.8%	Sales Growth	7.1%	3.5%	5.0%	5.0%	Riskenivå	Low
EPS, just 2022	11.13	11.13	0.0%	EBITDA, m	985	1,056	1,182	1,283	Kurspotential	Low
				EBIT, m	625.7	695.5	803.8	885.7		
				EPS, adj	7.34	8.36	9.99	11.13		
				EPS Growth	18.8%	13.9%	19.5%	11.3%		
				Equity/Share	59.3x	64.3x	70.3x	77.0x		
				Dividend	0.00	3.34	4.00	4.00		
				EBIT Marginal	6.3%	7.0%	7.7%	8.5%		
				EV/Sales	0.77x	0.76x	0.72x	0.69x		
				EV/EBITDA	7.0x	6.5x	5.8x	5.3x		
				P/E, adj	23.2x	20.3x	17.0x	15.3x		
				P/Equity	3.9x	3.6x	3.4x	3.2x		
				Dividend yield	2.1%	0.0%	2.5%	3.0%		
				FCF yield	(2.6)%	8.7%	2.7%	3.2%		
				Net Debt/EBITDA	2.0g	1.8g	1.6g	1.5g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån			
Q1 20/21	26 August 2020				
Q2 20/21	10 December 2020				

Bolagsfakta	
Antal aktier	52.0m
Market cap, mkr	8,840
Nettoskuld, mkr	1,981
EV, mkr	10,821
Free Float	31.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	27.0(k)
Reuters/Bloomberg	SYSR.ST

Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se
Analysavdelningen



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 10 June 2020

Overview

Covid-effekter men stark bruttomarginal

Investment Case

Systemair fortsätter implementera lönsamhetsförbättrande åtgärder vilket syns i den senaste kvartalsrapporten där man lyckas stärka bruttomarginalen till 34,6 %. Under 2019 kommunicerade man nya finansiella mål som omfattar omsättningstillväxt om 10 %, och en rörelsemarginal om 10 %, båda över en konjunkturcykel. Soliditeten ska inte understiga 30 %, och utdelningen ska uppgå till ca 40 % av resultatet efter skatt. I den senaste rapporten kommunicerade bolaget förvisso att ingen utdelning föreslås för 2019/2020, men vi bedömer att det primärt är en försiktighetsåtgärd med tanke på den rådande Covid-19-pandemin. För helåret 18/19 hade bolaget en nettoskuld/EBITDA om 2,6 x. Bolaget har en kassa om 328 mkr.

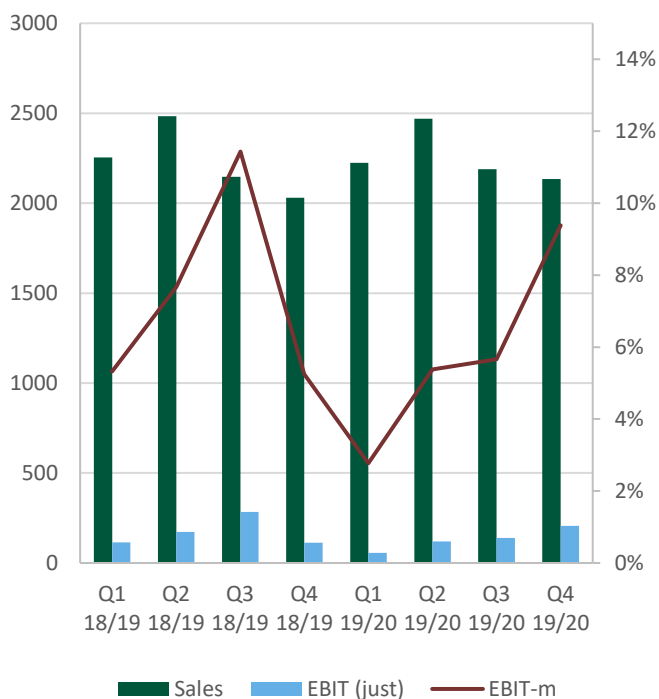
Långsiktigt ser vi potential i fortsatta förvärv. Under det senaste året har Systemair genomfört fyra förvärv; Koolair i Spanien, Greentek i Kanada, Pacific HVAC i Australien samt Maroc i Marocko. Bolagets två senaste förvärv, Maroc och Pacific HVAC genomfördes efter Q1'19/20, och påverkade därmed marginalen positivt från och med Q2'19/20. Bolagen bedöms bidra till att höja marginalen på sikt och tillsammans omsätta drygt 200 mkr på årsbasis. Kortsiktigt har dock Systemair upplevt svårigheter med att etablera lönsamhet i förvärven. Nedskrivningen relaterar till franska Airwell som Systemair förvärvade 2014.

Värdering

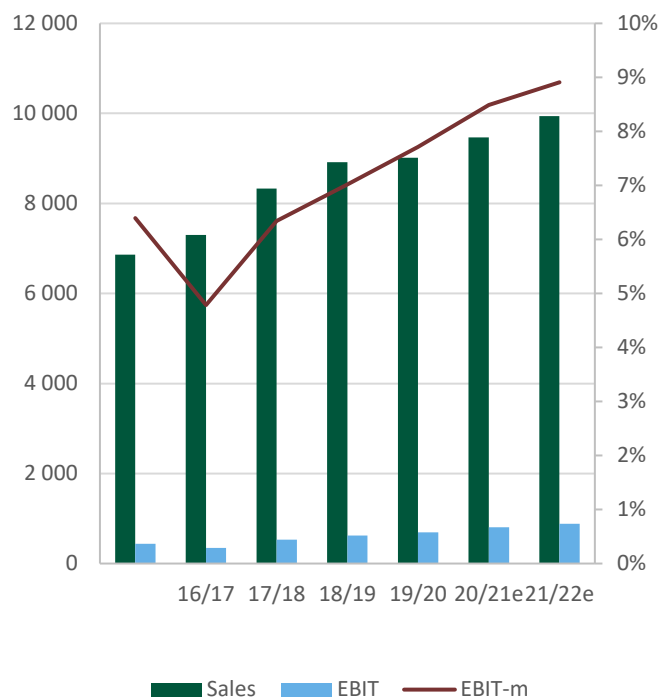
Systemair handlas till EV/EBIT för 20/21e om 15x vilket är en premie mot sektorn. Vi ser att premien delvis motiveras av bolagets förmåga att implementera lönsamhetsåtgärder. På längre sikt ser vi utrymme för marginalexpansion i takt med att bolaget fortsätter skapa lönsamhet och arbetar mot det långsiktiga marginalmålet om 10 %. Vår värderingsansats är en DCF-modell. Kassaflödesmodellen baseras på kassaflödesestimatet som diskonteras med en ränta på strax över 10 %. Kassaflödesmodellen utgår från en långsiktig rörelsemarginal i nivå med bolagets kommunicerade mål om 10 %.

Kortsiktigt ser vi att effekterna av Covid-19 kan bli tilltagande framöver. Även om effekterna var tydliga i april är Systemair ett sencykliskt bolag och därmed kan det potentiellt komma förstärkta effekter 2020/2021 trots att bolaget har fabriker öppna efter att åtta fabriker tidigare varit temporärt nedstängda. Vår DCF motiverar ett värde om 150 - 155, vilket innebär små förändringar mot föregående om 150 kr. Vi ser därmed låg potential i aktien givet den senast betalda kursen, men bedömer att risknivån är låg.

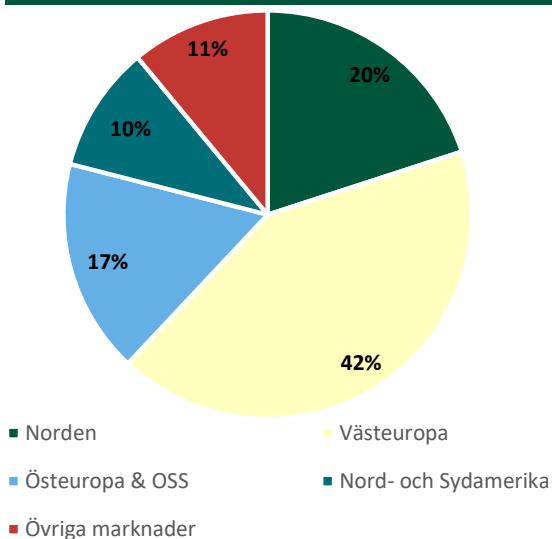
Intäkter och rörelseresultat



Intäkter och rörelseresultat



Intäktsfördelning



Ägardata

Största aktieägare	Röster	Aktier
Gerald Engström	42,60%	42,60%
Ebm-Papst AB	21,30%	21,30%
Swedbank Robur Fonder	7,50%	7,50%
Alecta Pensionsförsäkring	5,60%	5,60%
Övriga	23,00%	23,00%

Ordförande	Gerald Engström
Verkställande direktör	Roland Kasper
Finansdirektör	Anders Ulff
Investerarkontakt	Anders Ulff
Hemsida	www.systemair.com

RESULTATRÄKNING

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Nettoomsättning	6 113	6 864	7 301	8 327	8 915	9 017	9 468	9 941
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-4 010	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 951	-6 201	-6 462
Bruttovinst	2 102	2 361	2 414	2 729	3 084	3 066	3 266	3 479
Övriga rörelseintäkter	80	120	117	170	170	160	160	160
Försäljningskostnader	-1 400	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-2 001	-2 017	-2 117
Administrationskostnader	-337	-365	-361	-389	-424	-408	-426	-447
Övriga kostnader	-101	-129	-168	-154	-214	-144	-180	-189
Rörelseresultat (EBITDA)	522	626	554	762	985	1 033	1 182	1 283
Avskrivningar	-178	-187	-204	-233	-358	-360	-378	-397
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	344	439	349	528	627	673	804	886
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Justerat Resultat (EBIT)	344	439	349	528	627	673	804	886
Finanssella intäkter	3,1	3,2	4,3	2,9	0,0	0,0	0,0	0
Finansiella kostnader	-37	-29	-17	-73	-82	-82	-82	-82
Resultat före skatt	307	410	333	458	545	591	722	804
Skatter	-100	-116	-103	-137	-158	-172	-202	-225
Minoritetsintressen								
Nettoresultat Rapporterat	207	294	231	321	385	419	520	579
Nettoresultat (just)	207	294	231	321	385	419	520	579

KASSAFLÖDESANALYS

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Nettoresultat Rapporterat	207,2	294,2	230	321	385	419	520	579
Icke kassaflödespåverkande poster	123	152,1	168,9	214,7	349	360	378	397
Förändringar i rörelsekapital	-161,3	18,2	-174	-150	57	-105	-176	-185
Kassaflöde från den operationella verksamheten	168,9	464,5	224	386	844	674	722	791
Finansiella nettokostnader	-18,9	-22,4	-24	-32	-38	-82	-82	-82
Betald skatt	-55,8	-69,1	-64	-91	-150	-172	-202	-225
Investeringar	-212	-281	-482	-515	-235	-500	-500	-500
Avyttringar								
Fritt Kassaflöde	-43,2	183,2	-257,6	-129,0	608,9	173,6	221,9	290,9
Kassaflöde från investering	-212,1	-281,3	-481,9	-515,4	-235,4	-500,0	-500,0	-500,0
Utdelningar	-104	-104	-87,3	-104	0	-168	-208	-231
Nyemission/återköp								
Amortering	-103,6	-289,5	-241,5	-360	-350	-360	-378	-397
Lånefinansiering och övriga justeringar	261,1	259	564,3	626	0	0	0	0
Kassaflöde från finansiering	53,5	-134,5	218,8	162	-461	-168	-208	-231
Kassaflöde	10,3	48,7	-38,8	33	148	6	14	59
Icke kassaflödespåverkande poster								
Nettoskuld (just)	1329	1314	1761	1996	1896	1890	1876	1816

BALANSRÄKNING

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
TILLGÅNGAR								
<i>Immateriella anläggningstillgångar</i>								
Goodwill	622	691	759	847	820	820	820	820
Övriga immateriella anläggningstillgångar	189	193	217	265	248	248	248	248
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>								
Byggnader och mark	1 274	1 413	1 722	1 769	1 988	2 128	2 250	2 353
Övriga anläggningstillgångar	181	201	240	268	255	255	255	255
Summa anläggningstillgångar	2 265	2 499	2 939	3 149	3 311	3 451	3 573	3 676
Varulager	1 105	1 170	1 399	1 509	1 572	1 533	1 610	1 690
Kundfordringar	1 123	1 252	1 462	1 685	1 840	1 984	2 083	2 187
Likvida medel	177	242	213	250	378	384	398	458
Summa omsättningstillgångar	2 558	2 863	3 245	3 662	3 789	3 901	4 091	4 335
SUMMA TILLGÅNGAR	4 823	5 361	6 195	6 811	7 100	7 351	7 663	8 010
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 336	3 648	3 995
Minoritetsintressen								
Summa Eget Kapital	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 336	3 648	3 995
Långfristiga finansiella skulder	197	319	691	1 070	1 120	1 120	1 120	1 120
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	239	259	276	289	272	272	272	272
Summa Långfristiga skulder	435	578	966	1 359	1 392	1 392	1 392	1 392
Kortfristiga finansiella skulder	1 309	1 236	1 283	1 176	1 154	1 154	1 154	1 154
Övriga Kortfristiga skulder	189	236	240	301	1 470	1 470	1 470	1 470
Upplupna kostnader	219	273	318	304	0	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	2 279	2 402	2 599	2 613	2 624	2 624	2 624	2 624
Summa skulder	2 715	2 980	3 566	3 972	4 015	4 015	4 015	4 015
Summa Eget Kapital och skulder	4 823	5 361	6 195	6 811	7 100	7 351	7 663	8 010

PER SHARE DATA

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Diluted No of Shares, Year-end (Millions)	52	52	52	52	52	52	52
<i>No of Shares Before Dilution, Weighted Average (Millions)</i>	52	52	52	52	52	52	52
Potential No of New Shares From Conv/Warr/Options (M)	0	0	0	0	0	0	0
Diluted No of Shares, Weighted Average (Millions)	52	52	52	52	52	52	52
<i>No of Shares, Reported (Millions)</i>	52	52	52	52	52	52	52
EPS Reported	6	4	6	7	8	10	11
EPS Adjusted	7	6	6	7	8	10	11
	0	0	0	0	0	0	0
Cash Earnings Per Share	1	-1	1	3	0	0	1
Free Cash Flow Per Share	1	-8	-2	12	3	4	6
	0	0	0	0	0	0	0
Book Value Per Share	46	50	55	59	64	70	77
Net Asset Value Per Share	46	50	55	59	64	70	77
Net Debt Per Share	25	34	38	36	36	36	35
Dividend Per Share	2,00	2,00	2,00	0,00	3,22	4,00	4,00

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. I 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 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 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.

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