



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 28 August 2020

Systemair

Återhämtning mot slutet av kvartalet

Rörelseresultat starkare än väntat

Försäljningen för Q1 var 2 100 mkr (2 254 mkr), under våra estimat om 2 224 mkr. Avvikelsen beror främst på sämre utveckling än väntat i Östeuropa, mer specifikt Ryssland. Bruttomarginalen uppgick till 33,7 %, vilket var i linje med våra estimat. EBIT-marginalen var 8,7 %, vilket överskred våra estimat om 5,4 % och övriga konsensus om 6,7 %. Avvikelsen beror främst på lägre försäljningskostnader än väntat.

Estimatjusteringar

Vi justerar ner intäktsestimaten något för 2020/2021e till 8 937 mkr. Lönsamheten för perioden gynnades delvis av statliga bidrag men även av minskade försäljningskostnader till följd av Covid-19-pandemin vilket gör att vi höjer EBIT-estimaten för 2020/2021 till 757 mkr (696 mkr). För 2021/2022e och 2022/2023e gör vi mindre uppjusteringar av estimaten.

Värdering mot sektorn

Systemair handlas till EV/EBIT 15,6x för 2021/2022 vilket innebär en mindre premie mot närmaste peers (Lindab och Nederman). Premien är motiverad med hänsyn till att Systemair visar att de vidtar åtgärder för att successivt höja lönsamheten närmare marginalmålet om 10%. Mot bakgrund av högre lönsamhetsestimater 2021/2022 och höjer vi vårt motiverade värde för aktien till 200-205 kr (150-155 kr).

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			19/20	20/21e	21/22e	22/23e	Motiverat värde	200.00 - 205.00
EPS, just 20/21e	9.2	8.36	10.0%	Sales,m	8,915	8,937	9,384	9,854	Current price	214.50
EPS, just 21/22e	10.41	9.99	4.2%	Sales Growth	7.1%	0.3%	5.0%	5.0%	Riskenivå	Low
EPS, just 22/23e	11.26	11.13	1.2%	EBITDA, m	985	1,116	1,211	1,291	Kurspotential	Low
				EBIT, m	625.7	757.1	834.0	895.5		
				EPS, adj	7.34	9.20	10.41	11.26		
				EPS Growth	18.8%	25.4%	13.2%	8.2%		
				Equity/Share	59.3	64.8	71.1	77.8		
				Dividend	0.00	3.68	4.00	4.00		
				EBIT Marginal	6.3%	7.0%	8.5%	8.9%		
				EV/Sales	1.46x	1.45x	1.38x	1.32x		
				EV/EBITDA	13.2x	11.6x	10.7x	10.1x		
				EV/EBIT	20.8x	17.2x	15.6x	14.5x		
				P/E, adj	29.2x	23.3x	20.6x	19.0x		
				P/Equity	3.6x	3.3x	3.0x	2.8x		
				Dividend yield	2.1%	0.0%	2.7%	3.0%		
				FCF yield	(2.6)%	8.7%	3.8%	3.5%		
				Net Debt/EBITDA	2.0g	1.7g	1.5g	1.4g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q2 20/21	10 December 2020		
Q3 20/21	11 Mars 2021		

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	52.0m
Market cap	11,154
Nettoskuld	1,836
EV	12,990
Free Float	31.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	27.0(k)
Reuters/Bloomberg	SYSR.ST/SYSR SS

Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se
Analysavdelningen



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 28 August 2020

Sammanfattning

Återhämtning mot slutet av kvartalet

Investment Case

Systemair lyckades under kvartalet uppnå en lönsamhet som var starkare än våra estimat. Under kvartalet mottog bolaget bidrag om 23 mkr, relaterade till Covid-19 samtidigt som försäljningskostnaderna minskade till följd av nedstängningarna som pandemin fört med sig. EBITmarginalen om 8,7% var därmed stark och Systemair närmar sig målet om att nå en rörelsemarginal om 10 %. Både marginalmålet och målet om omsättningstillväxt om 10 % gäller över en konjunkturcykel. Därtill skall soliditeten 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 detta primärt är en försiktighetsåtgärd med tanke på den rådande Covid-19-pandemin. För senaste rullande tolv månadersperiod har bolaget en nettoskuld/EBITDA om 1,96 x. Bolaget har en kassa om 308 mkr.

Bolags profil

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

Systemair handlas till EV/EBIT för 20/21e om 15,6x vilket innebär en mindre premie mot sektorn. Bland sektorkonkurrenter finns Nederman Holding som handlas till EV/EBIT 14x för 2021e, och Lindab som handlas till EV/EBIT 12x för 2021e. En premie är motiverad av bolagets förmåga att implementera lönsamhetshöjande åtgärder och vi bedömer att bolaget successivt kommer att närma sig det långsiktiga marginalmålet om 10 %. Vi höjer våra lönsamhetsestimater för 2020, och lämnar tillväxtestimaten för 21/22e och 22/23e oförändrade. Vår värderingsansats är i första hand en DCF-modell med kommande års kassaflöden nuvärdesberäknade med en diskonteringsränta om strax över 10 %. Kassaflödesmodellen utgår från en långsiktig rörelsemarginal i nivå med bolagets kommunicerade mål om 10 % och vår DCF indikerar ett motiverat värde om 200 - 205 kr. Kortsiktigt var försäljningen något svagare än vi räknat med, men bolaget indikerar förbättringar på flera marknader mot slutet av kvartalet. Vi ser därmed låg potential i aktien givet nuvarande kursnivå men bedömer samtidigt att risknivån i bolaget är låg.

Motiverat värde

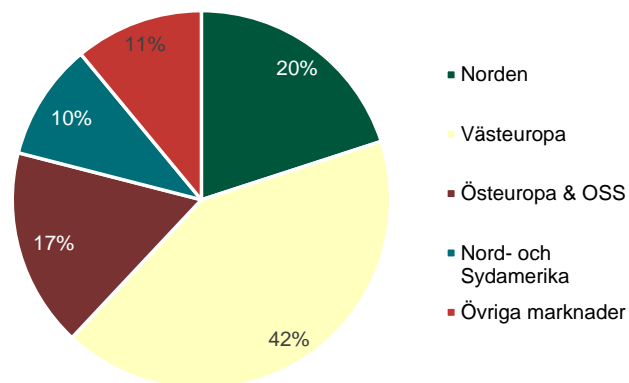
200-205

Aktieägardata

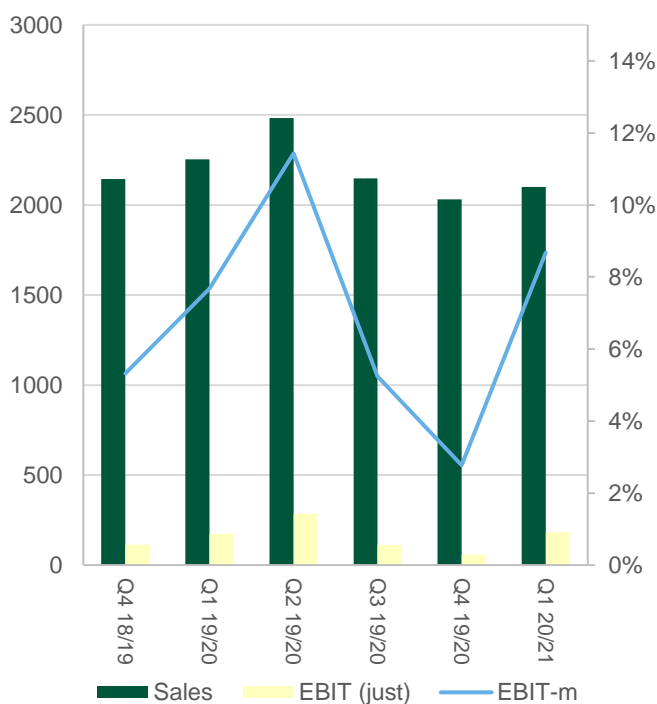
Största aktieägare	Röster	Aktier
Gerald Engström	42,82%	42,82%
Ebm-Papst AB	10,69%	10,69%
Nordea Fonder	7,08%	7,08%
Swedbank Robur	6,77%	6,77%
Övriga	32,64%	32,64%

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

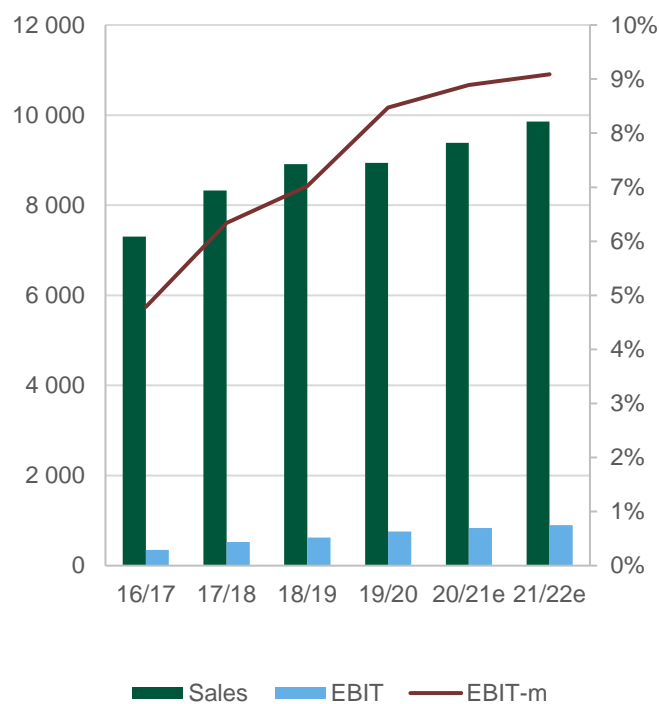
Intäktsfördelning



Intäkter och lönsamhet



Intäkter och lönsamhet



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	8 937	9 384	9 854
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-4 010	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 899	-6 147	-6 405
Bruttovinst	2 102	2 361	2 414	2 729	3 084	3 039	3 238	3 449
Övriga rörelseintäkter	80	120	117	170	170	196	196	196
Försäljningskostnader	-1 400	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 928	-1 999	-2 119
Administrationskostnader	-337	-365	-361	-389	-424	-404	-422	-443
Övriga kostnader	-101	-129	-168	-154	-214	-145	-178	-187
Rörelseresultat (EBITDA)	522	626	554	762	985	1 116	1 211	1 291
Avskrivningar	-178	-187	-204	-233	-358	-359	-377	-396
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	344	439	349	528	627	757	834	896
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	757	834	896
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	675	752	814
Skatter	-100	-116	-103	-137	-158	-197	-211	-228
Minoritetsintressen								
Nettoresultat Rapporterat	207	294	231	321	385	478	541	586
Nettoresultat (just)	207	294	231	321	385	478	541	586

Kassaflödesanalys

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Nettoresultat Rapporterat	207	294	230	321	385	478	541	586
Icke kassaflödespåverkande poster	123	152	169	215	349	359	377	396
Förändringar i rörelsekapital	-161	18	-174	-150	57	-75	-174	-183
Kassaflöde från den operationella verksamheten	169	465	224	386	844	763	744	799
Finansiella nettokostnader	-19	-22	-24	-32	-38	-82	-82	-82
Betald skatt	-56	-69	-64	-91	-150	-197	-211	-228
Investeringar	-212	-281	-482	-515	-235	-500	-500	-500
Avyttringar								
Fritt Kassaflöde	-43	183	-258	-129	609	263	244	299
Kassaflöde från investering	-212	-281	-482	-515	-235	-500	-500	-500
Utdelningar	-104	-104	-87	-104	0	-191	-217	-234
Nyemission/återköp								
Amortering	-104	-290	-242	-360	-350	-359	-377	-396
Lånefinansiering och övriga justeringar	261	259	564	626	0	0	0	0
Kassaflöde från finansiering	54	-135	219	162	-461	-191	-217	-234
Kassaflöde	10	49	-39	33	148	72	28	64
Icke kassaflödespåverkande poster								
Nettoskuld (just)	1329	1314	1761	1996	1896	1824	1796	1732

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	2 129	2 252	2 356
Övriga anläggningstillgångar	181	201	240	268	255	255	255	255
Summa anläggningstillgångar	2 265	2 499	2 939	3 149	3 311	3 452	3 574	3 679
Varulager	1 105	1 170	1 399	1 509	1 572	1 519	1 595	1 675
Kundfordringar	1 123	1 252	1 462	1 685	1 840	1 966	2 065	2 168
Likvida medel	177	242	213	250	378	450	478	542
Summa omsättningstillgångar	2 558	2 863	3 245	3 662	3 789	3 935	4 137	4 385
SUMMA TILLGÅNGAR	4 823	5 361	6 195	6 811	7 100	7 387	7 712	8 063
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 372	3 697	4 048
Minoritetsintressen								
Summa Eget Kapital	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 372	3 697	4 048
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	7 387	7 712	8 063
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	9	10	11	
EPS Adjusted	7	6	6	7	9	10	11	
	0	0	0	0	0	0	0	
Cash Earnings Per Share	1	-1	1	3	1	1	1	
Free Cash Flow Per Share	1	-8	-2	12	5	5	6	
	0	0	0	0	0	0	0	
Book Value Per Share	46	50	55	59	65	71	78	
Net Asset Value Per Share	46	50	55	59	65	71	78	
Net Debt Per Share	25	34	38	36	35	35	33	
Dividend Per Share	2,00	2,00	2,00	0,00	3,68	4,00	4,00	

Resultaträkning

	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
Nettoomsättning	2 151	2 019	2 144	2 254	2 483	2 147	2 031	2 100
Kostnad sålda varor	-1 420	-1 375	-1 441	-1 487	-1 593	-1 422	-1 329	-1 394
Bruttovinst	732	644	703	767	890	725	702	706
Övriga rörelseintäkter	57	34	38	27	46	31	64	76
Försäljningskostnader	-449	-459	-490	-476	-509	-504	-498	-457
Administrationskostnader	-91	-105	-106	-103	-103	-112	-107	-106
Övriga kostnader	-59	-34	-31	-41	-40	-28	-105	-37
Rörelseresultat (EBITDA)	246	139	177	258	373	203	149	149
Avskrivningar	-57	-58	-63	-85	-89	-91	-93	-89
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	189	81	114	173	284	113	56	160
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	189	81	114	173	284	113	56	160
Netto finansiella kostnader	-11	-6	-18	4	-20	-20	-47	-67
Resultat före skatt	458	75	96	177	264	93	10	116
Skatter	-52	-30	-18	-49	-70	-29	-12	-34
Minoritetsintressen								
Nettoresultat Rapporterat	126	45	78	129	194	65	-2	82
Nettoresultat (just)	321	45	78	129	194	65	-2	82

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