



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 11 December 2020

Systemair

Valutaeffekter drar ned intäkter

Valutaeffekter i försäljningen

Omsättningen för kvartalet uppgick till 2 207 mkr vilken motsvarar en tillväxt y/y om -11,1 % och var under våra estimat om 2 479 mkr. Organiskt var dock tillväxten -3,8 % och avvikelsen förklaras av kronförstärkning mot flera valutor. EBIT för Q2 var 214 mkr (motsvarande marginal om 9,7 %) mot våra estimat om 242 mkr (motsvarande marginal om 9,8 %).

Estimatjusteringar

Covid-19-relaterade stöd om 5,9 mkr stärker rörelseresultatet, samtidigt som en goodwill-nedskrivning om 10,8 mkr är belastande. Efter rapporten justerar vi ned intäktsestimaten för 20/21e till 8 539 mkr (nedjustering med ca 4 %). Vi justerar ned EBIT för samma period till 704 mkr motsvarande en rörelsemarginal om 8,2 %. För 21/22e och 22/23e bibehåller vi tillväxtestimaten.

Multiplexpansion i sektor

Systemair handlas till 18 x EV/EBIT, vilket är en premie mot industrisektorn och mot det historiska snittet. Vår grupp av jämförelsebolag handlas till 16 x EV/EBIT för 2021e (konsensus). Vi ser en motiverad multipel om 16x, i linje med jämförelsebolag. Uppvärderingen mot vår tidigare målmultipel är driven av multiplexpansion som sektorn genomgått. 16x EV/EBIT 21e ger motiverat värde om 220 - 225 kr. Vi ser låg risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	Motiverat värde	220.00 - 225.00	
EPS, just 20/21e	8.88	9.2	-3.5%	Sales,m	8,915	8,539	8,966	9,414	Current price	242.00
EPS, just 21/22e	9.96	10.41	-4.4%	Sales Growth	7.1%	(4.2)%	5.0%	5.0%	Riskenivå	Low
EPS, just 22/23e	10.77	11.26	-4.4%	EBITDA, m	985	1,070	1,186	1,264	Kursutveckling 12 mån 	
				EBIT, m	625.7	703.7	801.3	860.0		
				EPS, adj	7.34	8.88	9.96	10.77		
				EPS Growth	18.8%	21.0%	12.1%	8.2%		
Kommande händelser				Equity/Share	59.3	64.6	70.6	77.1	Analytiker hjalmar.jernstrom@penser.se Analysavdelningen	
Q3 20/21				Dividend	0.00	3.55	4.00	4.00		
				EBIT Marginal	6.3%	7.0%	8.2%	8.9%		
				EV/Sales	1.60x	1.67x	1.59x	1.52x		
Bolagsfakta (mkr)				EV/EBITDA	14.5x	13.3x	12.0x	11.3x	This report was completed and disseminated 11 December 2020: 7:30 CET	
Antal aktier		52.0m		EV/EBIT	22.8x	20.3x	17.8x	16.6x		
Market cap		12,584		P/E, adj	33.0x	27.3x	24.3x	22.5x		
Nettoskuld		1,681		P/Equity	4.1x	3.7x	3.4x	3.1x		
EV		14,265		Dividend yield	2.1%	0.0%	2.7%	3.0%		
Free Float		46.00%		FCF yield	(2.6)%	8.7%	5.9%	3.4%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.		27.0(k)		Net Debt/EBITDA	2.0g	1.8g	1.4g	1.3g		
Reuters/Bloomberg		SYSR.ST/SYSR SS								



Sammanfattning

Valutaeffekter drar ned intäkter

Investment Case

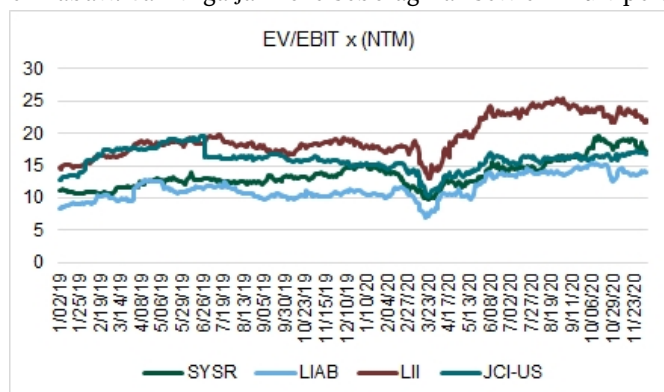
Systemair är ett ledande ventilationsföretag med lång historik av organisk och förvärvsdriven tillväxt. Tematiskt drivs den underliggande tillväxten av urbanisering, digitalisering och hållbarhetskrav. Systemair uppskattar att man har ca 8 % av den europeiska HVAC-marknaden och 5 % av den globala marknaden. Den underliggande tillväxten i marknaden är ca 6 %, samtidigt som förvärv historiskt har bidragit till koncernens tillväxt.

Bolags profil

Systemair är en global aktör på HVAC-marknaden som tillverkar och säljer bland annat fläktar, ventilationsaggregat, luftkonditionering, luftridåer, värme produkter 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 18x, vilket är en högre multipel än tvåårssnittet för EV/EBIT om 14,5x. Samtidigt handlas verkstadsindex (OMX Nordic Industrials) till 17x EV/EBIT för NTM. Bland gruppen jämförelsebolag är genomsnittlig EV/EBIT för 2021e (konsensus estimat) 16x. Jämförelsegruppen förtjänar en premie givet starkare EBIT-marginaler (genomsnitt 12 %) men tillväxten är lägre (genomsnittligt topline-tillväxt om 3 % för 2021e enligt konsensus) - mot våra estimat om 5 % för Systemair 2021, vilket i sig motiverar en rabatt. Samtliga jämförelsebolag har sett en multipelexpansion de senaste åren.



Vi noterar en multipelexpansion som även värderat upp sektorkollegor och där samtliga aktier handlas högre än sitt historiska snitt. Vi ser en marginellt förstärkt multipel för Systemair som motiveras av bland sjunkande räntor under 2020, tillsammans med en generell uppvärdering av sektorkollegor. Vid en multipel om 16x för 2021e stiger vårt motiverade värde till 220 - 225 kr.

Motiverat värde

220 - 225

Kvartalet i detalj

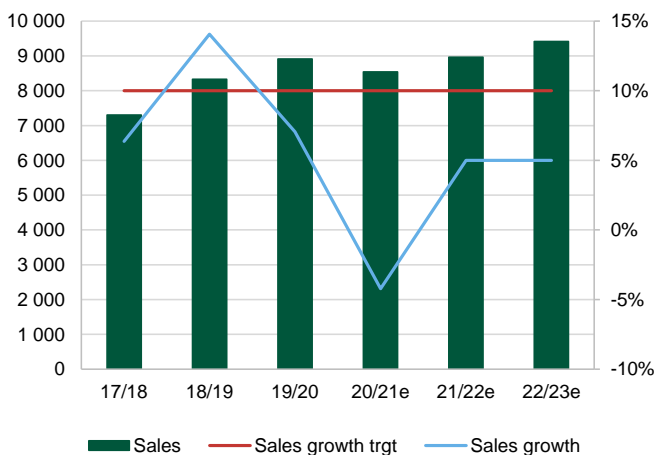
Omsättningen i kvartalet uppgick till 2 2017 mkr vilket innebär en tillväxt om -11,1 %. Organiskt var tillväxten -3,8 % och en stor andel av avvikelserna förklaras av valutaeffekter av att kronan förstärks mot flera av bolagets valutor. Försäljningen i Norden minskade 3,5 % organiskt under andra kvartalet. Störst intäktsstapp organiskt var i Östeuropa & OSS där Ryssland är största marknaden. Intäktsstapp i Östeuropa kan ställas i relation till mycket starka jämförelsesiffror där regionen växte 19,6 % föregående år. Västeuropa uppvisade intäkter som organiskt minskade 3,8 % under perioden. Mellanöstern minskade organiskt 3,1 % drivet av negativ utveckling i Sydafrika, Turkiet och Marocko.

Bruttomarginalen uppgick till 35,9 % mot våra estimat om 35 %. Rörelseresultatet förstärks av Covid-19-relaterade stöd om 5,9 mkr, samtidigt som en goodwill-nedskrivning om 10,8 mkr belastar rörelseresultatet för perioden. Nedskrivningen relaterar till förvärvet av Traydus i Brasilien. Förvärvet genomfördes 2015.

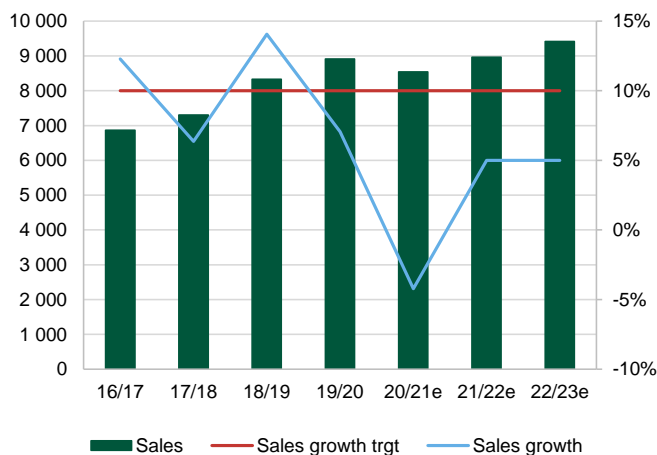
Estimatändringar

Efter perioden justerar vi försäljningsestimaten för 20/21e. Vi sänker försäljningsestimaten med 4 % till 8 539 mkr för 20/21e. Vi justerar EBIT-estimatet för 20/21e från 757 mkr till 704 mkr. 704 mkr motsvarar en rörelsemarginal om 8,2 %. Långsiktigt ser vi fortsatt potential för bolaget att uppnå en rörelsemarginal om 10 % i linje med bolagets målsättning om 10 % över en cykel.

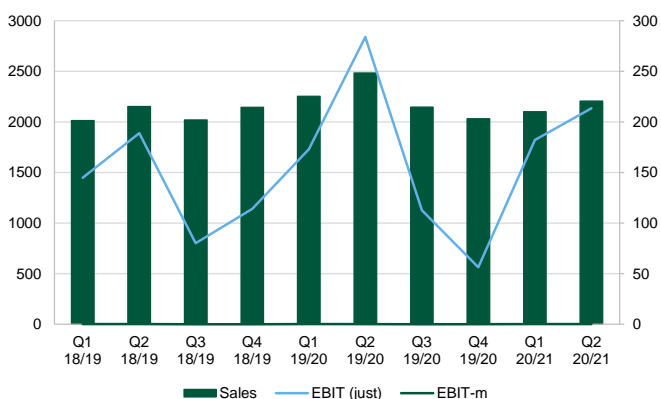
Försäljning (mkr)



Försäljning (mkr)



Försäljning och EBIT (mkr)

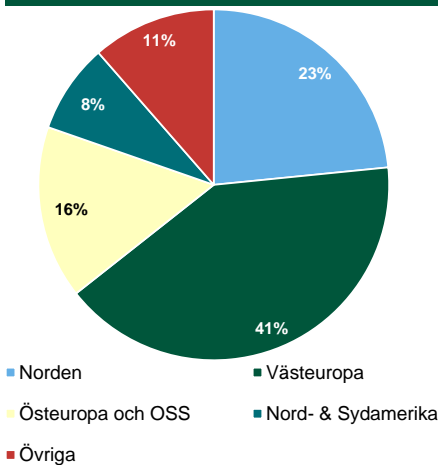


Aktieägardata

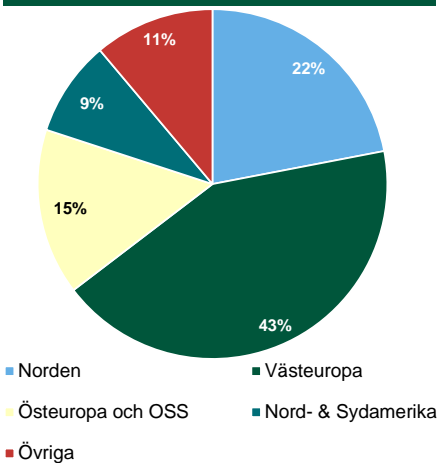
Största aktieägare	Röster	Aktier
Gerald Engström	42,82%	42,82%
Ebm-Papst AB	10,69%	10,69%
Nordea Fonder	7,08%	7,08%
Swedbank Robur	6,77%	6,77%
Övriga	32,64%	32,64%

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

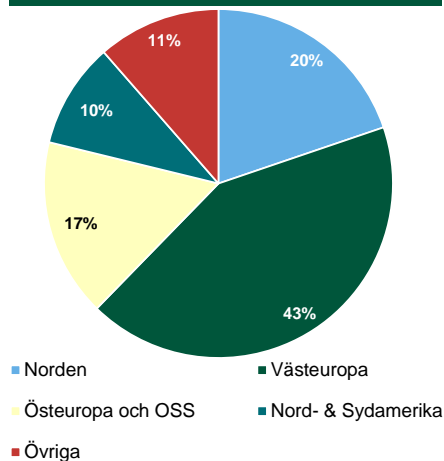
Sales 2017/2018



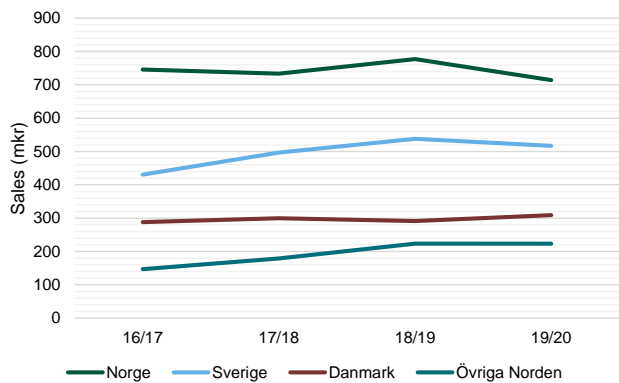
Sales 2018/2019



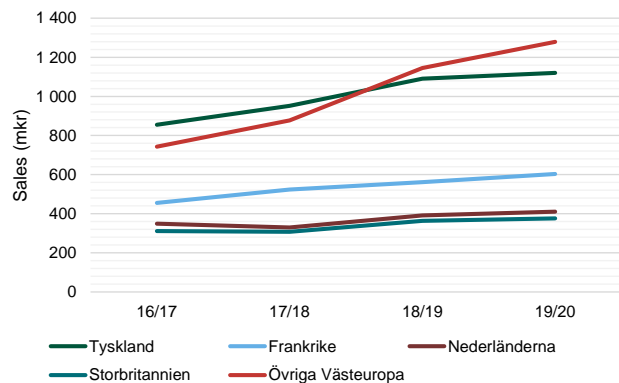
Sales 2019/2020



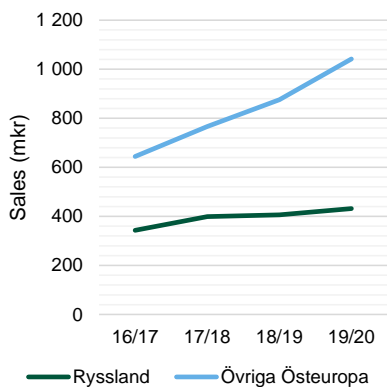
Sales Norden (mkr)



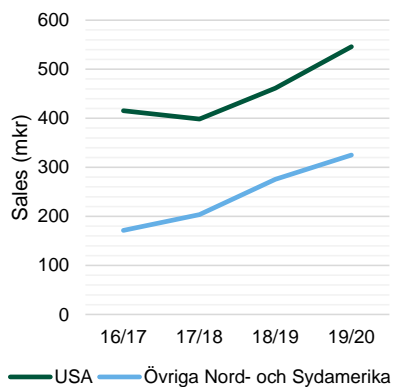
Sales Västeuropa (mkr)



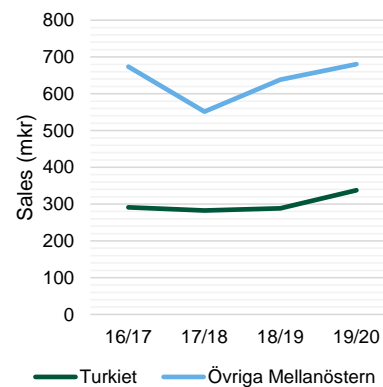
Sales Östeuropa (mkr)



Sales Nord- & Sydamerika (mkr)



Sales Mellanöstern (mkr)



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	8 539	8 966	9 414
Övriga intäkter								
Kostnad sålda varor	-4 010	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 597	-5 873	-6 119
Bruttovinst	2 102	2 361	2 414	2 729	3 084	2 942	3 093	3 295
Övriga rörelseintäkter	80	120	117	170	170	192	192	192
Försäljningskostnader	-1 400	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 877	-1 910	-2 024
Administrationskostnader	-337	-365	-361	-389	-424	-394	-403	-424
Övriga kostnader	-101	-129	-168	-154	-214	-159	-170	-179
Rörelseresultat (EBITDA)	522	626	554	762	985	1 070	1 186	1 264
Avskrivningar	-178	-187	-204	-233	-358	-367	-385	-404
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	344	439	349	528	627	704	801	860
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	704	801	860
Finansisella 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	622	719	778
Skatter	-100	-116	-103	-137	-158	-160	-201	-218
Minoritetsintressen								
Nettoresultat Rapporterat	207	294	231	321	385	462	518	560
Nettoresultat (just)	207	294	231	321	385	462	518	560

Kassaflödesanalys

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Nettoresultat Rapporterat	207	294	230	321	385	462	518	560
Icke kassaflödespåverkande poster	123	152	169	215	349	367	385	404
Förändringar i rörelsekapital	-161	18	-174	-150	57	81	-167	-175
Kassaflöde från den operationella verksamheten	169	465	224	386	844	909	736	789
Finansiella nettokostnader	-19	-22	-24	-32	-38	-82	-82	-82
Betald skatt	-56	-69	-64	-91	-150	-160	-201	-218
Investeringar	-212	-281	-482	-515	-235	-500	-500	-500
Avyttringar								
Fritt Kassaflöde	-43	183	-258	-129	609	409	236	289
Kassaflöde från investering	-212	-281	-482	-515	-235	-500	-500	-500
Utdelningar	-104	-104	-87	-104	0	-185	-207	-224
Nyemission/återköp								
Amortering	-104	-290	-242	-360	-350	-367	-385	-404
Lånefinansiering och övriga justeringar	261	259	564	626	0	0	0	0
Kassaflöde från finansiering	54	-135	219	162	-461	-185	-207	-224
Kassaflöde	10	49	-39	33	148	224	29	65
Icke kassaflödespåverkande poster								
Nettoskuld (just)	1329	1314	1761	1996	1896	1671	1642	1577

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	2 122	2 237	2 333
Övriga anläggningstillgångar	181	201	240	268	255	255	255	255
Summa anläggningstillgångar	2 265	2 499	2 939	3 149	3 311	3 444	3 559	3 655
Varulager	1 105	1 170	1 399	1 509	1 572	1 452	1 524	1 600
Kundfordringar	1 123	1 252	1 462	1 685	1 840	1 879	1 973	2 071
Likvida medel	177	242	213	250	378	603	632	697
Summa omsättningstillgångar	2 558	2 863	3 245	3 662	3 789	3 933	4 128	4 369
SUMMA TILLGÅNGAR	4 823	5 361	6 195	6 811	7 100	7 377	7 688	8 024
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 362	3 673	4 009
Minoritetsintressen								
Summa Eget Kapital	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 362	3 673	4 009
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	7 377	7 688	8 024

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.

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 på <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 fondhandlarförningens 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 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