

# Inför tredje kvartalet 2024

## Måttliga förväntningar

Ventilationsföretaget Systemair redovisar resultat för verksamhetsårets tredje kvartal tisdagen den 5 mars. Förväntningarna är att den organiska försäljningen fortsatt att öka trots svag byggkonjunktur i Norge, Sverige och Tyskland. I det andra kvartalet halverades den organiska tillväxttakten till fem procent från tio procent i det första kvartalet. I det tredje kvartalet är förväntningarna att tillväxten växlat ner ytterligare och att den uppgår till ett par procent.

## Fortsatt organisk tillväxt

Trots organisk tillväxt väntas den redovisade försäljningen vara fyra procent lägre än för samma period i föregående verksamhetsår. En starkare svensk krona gör att försäljning i andra valutor bidrar negativt med två procent. Nettot av den avyttrade luftkonditioneringsverksamheten, samt förvärv av bland annat Group SCS ger drygt 150 MSEK eller fem procent lägre omsättning vid jämförelse mot samma kvartal föregående år. Luftkonditioneringsverksamheten ligger med i jämförelsen mot föregående år till och med april i år.

## Stabil bruttomarginal

I de föregående kvartalsrapporterna för innevarande verksamhetsår var den största avvikelserna mot förväntningarna en lägre bruttomarginal än väntat. Huvudsakligen förklaras det av en ökad andel stora projekt med lägre marginal. En förskjutning av mixen i försäljning från länder med högre marginaler till länder med lägre marginaler. Sämre beläggning i vissa fabriker och fördröjning med att anpassa administrationskostnader till lägre nivåer. Trots det är det vår bedömning att bruttomarginalen ändå stabiliserats på nivån som företaget uppnått de senaste kvartalen kring 34 procent.

## Halverad rörelsemarginal i det tredje kvartalet

Under det andra halvåret ökar säsongsmässigt aktiviteten i försäljningsansträngningarna. Kostnader för kundaktiviteter, mässor och utställningar är högre i förhållande till omsättningen under det första halvåret. Det väger på rörelsemarginalen som väntas hamna längre från målet på tio procent. I det tredje kvartalet görs dessutom reserveringar på 125 MSEK för avgångsvederlag och nedskrivningar vid flytt av Menergas produktion till Slovenien från Tyskland. Vår prognos för rörelsemarginalen i det tredje kvartalet landar under fem procent. Lyckas företaget hålla bruttomarginalen på oförändrad nivå i det fjärde kvartalet kommer rörelsemarginalen att komma tillbaka men inte nå nivån från första halvåret eller målet.

Sammantaget räknar vi med en försäljning på 2 908 MSEK (3 044) för det tredje kvartalet. En minskning med fyra procent främst till följd av valuta och avyttrad verksamhet. Bruttomarginalen är oförändrad på samma nivå som de senaste två åren, 34 procent. Rörelseresultatet är lägre med nedskrivningar och väntas nå 116 MSEK (278). Efter skatt landar resultatet på 75 MSEK (164) eller 0,36 SEK per aktie (0,79). Kassaflödet gynnas av positiv trend med minskad kapitalbindning i varulager. Balansräkningen är fortsatt urstark.

## Systemair

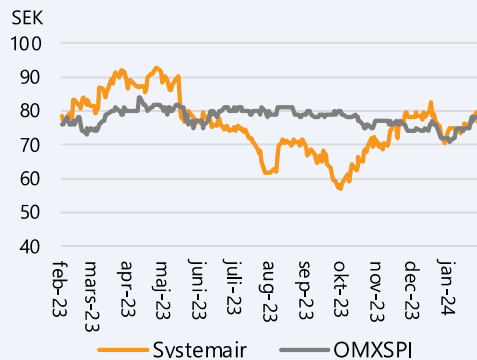
### Rapportkommentar inför tredje kvartalet 2023/2024

Datum 27 februari 2024  
Analytiker Philip Wendt

#### Basfakta

Bransch Industri  
Styrelseordförande Gerald Engström  
Vd Roland Kasper  
Listning Nasdaq OMX Large Cap  
Kortnamn SYSR  
Aktiekurs 79,50  
Antal aktier, milj. 208  
Börsvärde, mkr 16 536  
Nettoskuld, mkr 1 457  
Företagsvärde (EV), mkr 17 993  
Motiverat värde 82 kronor  
Nästa rapport 2024-03-05

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, MSEK

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	9 635	12 058	12 429	12 802
Bruttoresultat	3 319	4 109	4 243	4 437
Rörelseres. (ebit)	770	1401	1162	1347
Resultat f. skatt	742	1 295	961	1 309
Nettoresultat	545	1045	735	995
Vinst per aktie	2,62 kr	5,02 kr	3,54 kr	4,78 kr
Utd. per aktie	0,90 kr	1,10 kr	1,41 kr	1,91 kr
Omsättningstillväxt	13,1%	25,2%	3,1%	3,0%
Bruttomarginal	34,4%	34,1%	34,1%	34,7%
Rörelsemarginal	8,0%	11,6%	9,4%	10,5%
Nettoskuld/eget kap	0,6	0,3	0,1	0,0
Nettoskuld/ebitda	2,8	1,1	0,2	-0,2
P/e-tal	24,1	16,5	22,5	16,6
EV/ebitda	13,2	12,8	11,1	10,1
EV/omsättning	1,56	1,5	1,4	1,4
Direktavkastning	1,2%	1,4%	1,8%	2,4%

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringsstes

### Högre diskonteringsränta väger på riktkursen

När vi i för ett år sedan skrev vår initieringsrapport på Systemair var den svenska tioåriga obligationsräntan 2,3 procent och aktien handlades då närmare 90 kronor. Under sommaren och inledningsvis i höstas steg de långa räntorna över tre procent och aktien föll mot 60 kronor. Aktien har varit påfallande receptiv för förändringar i räntenivån. Enligt våra beräkningar slår en halv procentenhet förändring av den långa räntan med drygt elva kronor på det motiverade värdet på aktien. Med dagens ränta på 2,4 procent är det motiverat värdet 77, vilket motsvarar aktiekursen i dag. Om ett år stiger den med avkastningskravet på det egna kapitalet till 82 kronor.

Skulle rörelsemarginalen stiga från dagens tio procent till elva procent ökar det motiverade värdet till 83 kronor i dag. Skulle dessutom tillväxten under kommande femårsperiod nå företagets målsättning om tio procent utan betydande investeringar eller förvärv, stiger det motiverade värdet i dag till 110 kronor. Däremot om marginalen sjunker till nio procent och försäljningen bara växer med sex procent, vilket är den bedömda marknadstillväxten, sjunker det motiverade värdet till 67 kronor i dag. Med ytterligare några svaga kvartal är sannolikheten hög för detta scenario i en scenarioanalys. En viktig scenarioanalys ger ett motiverat värde om ett år på 82 kronor.

### Ägarförändringar

Gerald Engströms Färna Invest är fortsatt största ägare med 42,8 procent följt av ebm-papst med 10,7 procent av kapitalet. Bland de största institutionella ägarna har Swedbank Robur minskat sitt innehav det senaste året med 1,8 procentenheter till 7,85 procent. Även Tredje AP-fonden har minskat sitt innehav. Alecta och SEB har däremot har ökat på sina innehav under andra halvåret 2023. Vi notera även ett insiderköp i höstas av bolagets vice ordförande, Patrik Nolåker som ökat på sitt innehav med 8000 aktier till 24000.

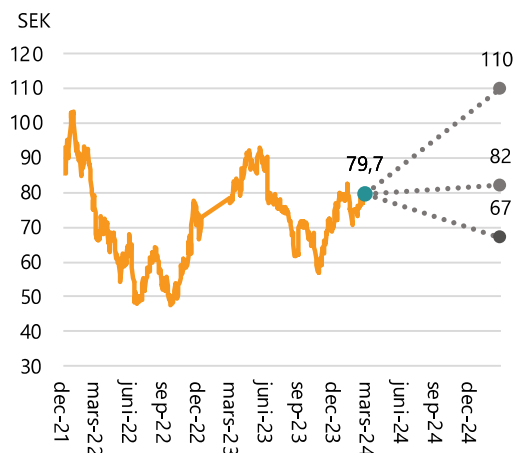
### Köpvärd med både låg absolut och relativ värdering

Utsikterna för investeringar i energieffektiviseringar ser gynnsamma ut på sikt, men överskuggas av en halvering av bostadsbyggandet i Sverige. Det finns tecken på att byggkonjunkturen inte längre faller. En ökad aktivitet hos arkitekter och byggkonsulter skulle mycket väl kunna resultera i ökat antal byggstarter. För det krävs att Riksbanken bekräftar de lägre obligationsräntorna med räntesänkningar. Mycket stora initiativ för att öka energieffektiviteten har redan initierats i Europa och Nordamerika och de kommer att pågå i flera år framöver.

Vi har stor tillförsikt med att Systemair är ett mycket välskött bolag med en tydlig ägare och en erfaren företagsledning. Egna produktionsanläggningar ger flexibilitet i planering av expansion och inte minst ett attraktivt kunderbjudande baserat på en enhetlig produktionsplattform. I kombination med en aktiv förvävsstrategi räknar vi med att Systemair på sikt når sina mål om en försäljningstillväxt och rörelsemarginal på vardera tio procent. Med en rikt Kurs 82 SEK per aktie är förväntning rimligt diskonterade på sikt. Aktien är köpvärd.

## Aktien köpvärd...

Aktiens uppsida/nedsida i tre olika scenarier



Källa: Analysguidens bull-, base och bearsenario

## Mycket låg värdering mot peers

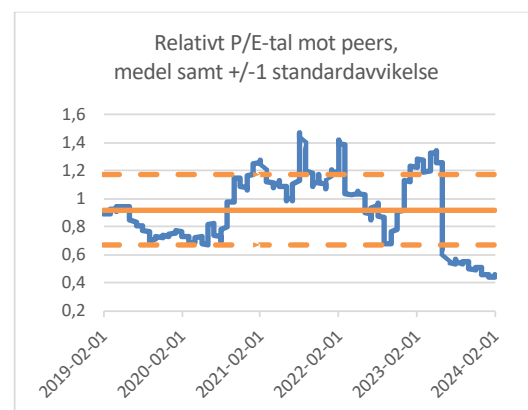
Värderingsmultiplar för jämförbara bolag

Bolag	Kurs-utveckling	EV / EBIT (FY1)	P/E-tal	Direkt-avkastning
Johnson Controls Intl	1,4%	13,34	19,05	2,5%
Lindab International	9,8%	13,91	20,18	2,4%
Nibe Industrier	-19,5%	21,76	24,00	1,1%
Lennox International	2,6%	18,18	27,79	1,0%
Beijer Ref	8,2%	22,48	29,93	0,8%
Trane Technologies	15,5%	20,88	31,70	1,2%
Carrier Global	-5,7%	14,45	34,27	1,4%
Munters Group	7,3%	16,89	40,80	0,7%
Watsco	-10,2%	16,69		2,5%
Genomsnitt	0,2%	17,62	28,16	1,5%
Systemair AB	1,0%	15,14	13,04	1,4%

Källa: Bolaget, Refinitiv

## Aktien lågt värderad mot peers

Relativt P/E-tal mot jämförbara bolag



## Resultaträkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p
Nettoomsättning	6 113	6 864	7 301	8 327	8 915	8 519	9 635	12 058	12 429	12 802
Kostnad sålda varor	-4 010	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 949	-8 185	-8 365
Bruttoresultat	2 102	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 319	4 109	4 243	4 437
Administrationskostnader	-337	-365	-361	-389	-424	-428	-438	-575	-583	-640
Försäljningskostnader	-1 400	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-2 078	-2 460	-2 612	-2 560
FoU-kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övrigt, netto	-21	-9	-51	15	-46	6	-34	327	135	157
<b>Resultat före avskrivningar (ebitda)</b>	344	439	350	528	626	677	770	1 401	1 617	1 774
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	-455	-428
<b>Ebita</b>	344	439	350	528	626	677	770	1 401	1 162	1 347
Avskr. på förvävsrel. Immater. tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Rörelseresultat (ebit)</b>	344	439	350	528	626	677	770	1 401	1 162	1 347
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	-125	0
<b>Ebit exkl. extraordinära poster</b>	344	439	350	528	626	677	770	1 401	1 287	1 347
Finansnetto	-37	-29	-16	-70	-82	-113	-28	-107	-68	-76
<b>Resultat före skatt</b>	307	410	333	458	544	564	742	1 295	961	1 309
Skatter	-100	-116	-103	-137	-158	-153	-197	-250	-226	-314
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	4	4	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	207	294	230	320	389	415	545	1 045	735	995

## Balansräkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Byggnader & mark	925	966	1 157	1 162	1 115	1 133	1 298	2 526	2 444	2 400
Övriga materiella anläggningstillgångar	348	448	566	608	873	986	1 028	0	0	0
Goodwill	622	691	759	847	820	736	889	989	989	989
Övriga immater. anläggningstillgångar	189	193	217	265	248	211	216	291	280	268
Övriga anläggningstillgångar	181	201	240	268	255	238	194	180	8	-164
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	2 265	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 624	3 986	3 720	3 493
Varulager	1 105	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	2 225	2 459	2 386	2 432
Kortfristiga fordringar	1 123	1 252	1 462	1 685	1 556	1 598	1 975	2 523	2 734	2 816
Övriga omsättningstillgångar	153	199	182	217	283	300	312	325	43	-34
Likvida medel	177	242	213	250	378	319	336	340	1 373	2 011
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	2 558	2 863	3 256	3 662	3 789	3 654	4 848	5 647	6 537	7 226
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	4 823	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 633	10 257	10 719

## Eget kapital & skulder

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p
Eget kapital	2 108	2 381	2 620	2 839	3 065	3 305	3 815	5 273	5 714	6 311
Minoritetsintressen	0	0	0	0	20	25	38	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	5 273	5 714	6 311
Långfristiga räntebärande skulder	197	319	691	1 070	942	847	1 066	672	517	517
Pensionsavsättningar	59	62	75	86	89	75	79	25	59	59
Övriga långfristiga skulder	180	197	201	202	361	389	362	233	468	457
<b>Summa långfristiga skulder</b>	435	578	966	1 359	1 392	1 311	1 507	929	1 044	1 032
Kortfristiga räntebärande skulder	1 309	1 236	1 283	1 176	1 052	628	1 040	1 171	1 171	1 171
Leverantörsskulder	492	574	674	747	666	748	983	985	1 243	1 280
Övriga kortfristiga skulder	458	591	652	690	905	938	1 089	1 275	1 086	925
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	2 259	2 402	2 609	2 613	2 624	2 314	3 112	3 431	3 499	3 376
<b>SUMMA EGET KAPITAL &amp; SKULDER</b>	4 802	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 633	10 257	10 719

## Kassaflöden (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p
Rörelseresultat före avskrivningar	522	626	554	761	1 038	1 092	1 190	1 401	1 617	1 774
Rörelsekapitalförändring	-161	18	-174	-150	57	136	-714	-635	377	-80
Övriga poster, skatt	-192	-180	-156	-225	-250	-234	-241	-179	-267	-289
<b>Kassaflöde löpande verksamheten</b>	169	464	224	387	844	994	235	588	1 726	1 406
Investeringar	-147	-148	-377	-211	-170	-418	-301	-367	-373	-384
<b>SUMMA FRITT KASSAFLÖDE</b>	22	317	-153	176	674	576	-65	221	1 354	1 022
Förvärv & avyttringar	-65	-134	-105	-110	-65	-25	-215	553	0	0
Utdelning	-104	-104	-104	-104	-104	0	-158	-229	-266	-346
Finansiering, nya lån och amortering	158	-31	323	266	-363	-557	433	-545	-88	-49
<b>Likvida medel</b>	177	242	213	250	378	319	336	340	1 340	1 967
<b>Nettoskuld (neg = nettokassa)</b>	1 329	1 401	1 838	2 081	1 981	1 540	2 118	1 523	348	-279

Källa: Bolaget och konsensus

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Philip Wendt äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Philip Wendt