

Svag marknad, Storbritannien undantaget

Roper Rhodes fortsatt stark

Svedbergs omsättning andra kvartalet 2023 minskade med 3% till 455,7 MSEK med en negativ organisk tillväxt om -8 procent. De nordiska bolagen hade fortsatt svag utveckling. Svedbergs minskade med -19% medan Macro Design och Cassø minskade med 23% respektive 13%. Brittiska Roper Rhodes är fortsatt mycket starkt och växte organiskt med 5%. Bolaget fortsätter behålla god bruttomarginal om 42,3 procent (41,2) tack vare prisökningar och god kostnadskontroll. På ebita-nivå föll resultatet till 57,6 miljoner (64,6), motsvarande en marginal på 12,6 procent (13,7).

Upprepar kortsiktig osäkerhet med långsiktig potential

Svedbergs nordiska affär visar på tydlig svaghet då konsumenten fortsätter drabbas av högre räntor och inflation vilket ger reallönesänkningar. En majoritet av svenska hushållens bundna räntor löper ut under andra halvåret 2023 och det syns som man tagit höjd för tuffare tider, det återstår att se hur konsumenterna reagerar då man får en tydligare bild av konjunkturläget och ljuset i tunneln skymtas. Svedbergs har hittills varit framgångsrika att bibehålla bruttomarginalen genom prisökningar och god kostnadskontroll. Styrkan i Storbritannien kan visa på en något annorlunda marknad där befolkningsökningen är tydlig, relativt gamla fastigheter, ökat intresse för hållbara miljöriktiga produkter samt en stor andel köpstark grupp som äger hus. Totalt sett räknar vi dock med en fortsatt osäkerhet i ytterligare några kvartal och att den organiska tillväxten blir negativ med en något sämre lönsamhet. I våra prognoser ligger dock inga förvärv, vilket skulle kunna ge stöd om Svedbergs offensiva ledning fortsätter förvärvsresan.

Konjunkturvändning framöver ger spännande läge

Vi gör inga justeringar i våra prognoser och ser fortsatt Svedbergs som ett bolag som kan rida ut en lågkonjunktur tack vare en hanterbar skuldsättning, god kostnadskontroll och är försiktigt prissatt i relation till en normal lönsamhet. Noterbart är också att aktiemarknaden ofta diskonterar in en normalisering innan den verkligen hänt vilket gör att man som investerare skall hålla ögonen på bolaget. Analysguiden behåller ett motiverat värde till 45–50 kronor, motsvarande ~ p/e 10,5 respektive ~ev/ebita 8,7 på vår prognos för 2024 som mer motsvarar en långsiktig värdering. I det korta perspektivet bedömer vi dock att osäkerheten kvarstår.

Svedbergs

Rapportkommentar – Q2 2023

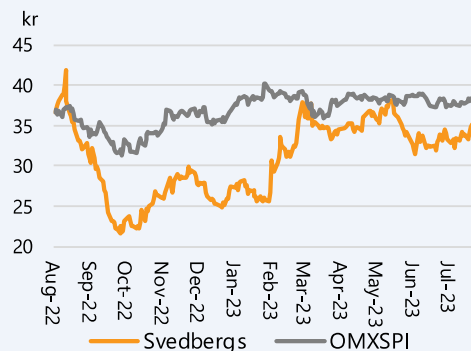
Datum 4 augusti 2023
Analytiker Joakim Kindahl

Basfakta

Bransch Sällanköpsvaror
Styrelseordförande Anders Wassberg
Vd Per-Arne Andersson
Noteringsår 1997
Listning Nasdaq OMX Small Cap
Ticker SVED B
Aktiekurs 36 kr
Antal aktier, milj. 35,3
Börsvärde, mkr 1 271
Nettoskuld, mkr* 639
Företagsvärde (EV), mkr 1 910
Webbplats www.svedbergs.se

*Inkl. tilläggsköpeskilling för Roper Rhodes

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	1 833	1 741	1 794	1 901
Ebita ex. eo.	251	230	238	255
Rörelseres. (ebit)	234	211	224	246
Nettoreultat	166	145	162	186
Vinst per aktie, kr	4,90 kr	4,10 kr	4,58 kr	5,26 kr
Utd. per aktie, kr	1,50 kr	1,23 kr	1,25 kr	1,50 kr
Omsättningsstillväxt	110,0%	-5,0%	3,0%	6,0%
Ebita-marg.	13,7%	13,2%	13,3%	13,4%
Nettoskuld/ebitda*	2,0	1,8	1,4	0,9
P/e-tal	7,3	8,8	7,9	6,8
EV/ebita	7,6	7,7	7,0	6,1
EV/omsättning	1,04	1,02	0,93	0,82
Utdelningsandel	30,6%	30,0%	27,3%	28,5%
Direktavkastning	4,2%	3,4%	3,5%	4,2%

*Inkl. tilläggsköpeskilling Roper Rhodes

Källa: Bolaget, Analysguiden.

Investeringstes

Helt omstöpt koncern efter ägar- och strategiskifte

Fram till 2016, när Stena kom in som ny huvudägare, var Svedbergs ett typiskt familjeföretag. Fokus låg helt på organisk tillväxt, i princip hela årsvinsten delades ut och balansräkningen var obelånad. Efter Stenas entré började dock kursen läggas om, först med det lånefinansierade förvärvet av Laholmbaserade duschspecialisten Macro Design med en omsättning på cirka 165 miljoner. Tre år senare, 2019, tillträdde vd Per-Arne Andersson med en tydlig tillväxt- och förvärvsagenda. Vid sidan av kraftigt förbättrad organisk tillväxt sedan dess, har även förvärvstempot skruvats upp rejält. I slutet av 2020 förvärvades danska Cassøe med en omsättning på 97 miljoner kronor och 2021 kröntes med köpet av brittiska Roper Rhodes som omsätter cirka 826 miljoner – en affär som fördubblade koncernens omsättning och kraftigt förändrade det geografiska fotavtrycket (se diagram).

Långsiktiga förvärvsresan har bara börjat

Svedbergs Group har en tydligt decentraliserad struktur där dotterbolagen har en hög grad av självstyre. Vd Per-Arne Andersson talar om "samarbete utan sammanblandning". Strategin innebär att förvärvet av Roper Rhodes inte på något sätt är ett hinder för nya affärer. Koncernens skuldsättning, mätt som nettoskuld/ebitda, var vid årsskiftet 2022/2023 nere i 2 inklusive tilläggsköpeskillningar, vilket ger utrymme för mindre kompletterande förvärv redan under 2023. Med Stena som huvudägare har Svedbergs också en kapitalstark ägare i ryggen som möjliggör riktigt stora förvärv, i nivå med Roper Rhodes. Under 2016–2022 har den genomsnittliga årliga omsättningstillväxten varit drygt 26 procent (se diagram) – långt över det finansiella målet om en genomsnittlig tillväxt på 10 procent.

God kostnadskontroll i koncernens DNA

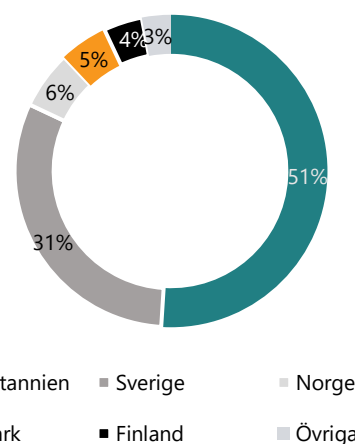
Svedbergs har en fin långsiktig lönsamhetshistorik, där bolaget tagit sig igenom såväl svensk finanskris tidigt 1990-tal som den globala finanskrisen 2008–2009 i imponerande stil – båda gångerna med en tvåsiffrig rörelsemarginal intakt. De senaste årens förvärvsresa har stöpt om koncernen rejält, vilket gör sådana historiska siffror mindre relevanta. Koncernens utveckling på senare år visar dock tydliga tecken på en fortsatt god kostnadskontroll, bland annat illustrerat av vikande omkostnader i förhållande till försäljningen. Positivt är också hur snabbt ledningen började skära i kostnaderna när den organiska tillväxten började vika i flera av dotterbolagen under 2022, vilket signalerar en handlingskraftig och kostnadsmedveten ledning.

Stor potential i återställd värderingsmultipel

Svedbergs transformation i positiv riktning under de senaste åren, i kombination med att koncernen blir allt större, borde innebära att aktien över tid får en högre värdering på börsen. Vår bild är att multiplexpansion från nuvarande nivåer till åtminstone p/e 12–14 är rimligt på sikt, vilket skulle ta värderingen till en nivå i linje med det långsiktiga snittet. Konjunkturoron under 2022 och inledningen av 2023 har i stället fått värderingen att falla (se diagram). Även om 2023 lär bli ett utmanande år för Svedbergs framstår kursfallet som en klar överreaktion.

Alltmer diversifierad koncern

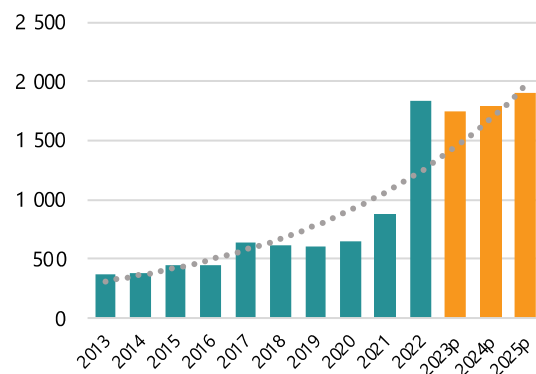
Omsättningsandel per land 2022



Källa: Bolaget, Analysguiden.

Koncernen 4x större sedan 2016

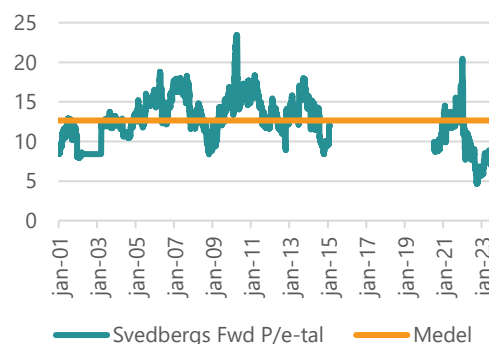
Omsättning, Mkr 2013–2025p



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser).

Rekordlåg värdering efter kursrasen

P/e-tal på förväntad vinst kommande 12 mån (forward p/e)*



Källa: Refinitiv. *Orange linje är medelvärdet (12,6). Data saknas för perioden 2015–2019 p.g.a. för få vinstestimat.

Utsikter och värdering

Prissättningen av Svedbergs-aktien med ett p/e-tal 7 på den redovisade vinsten under 2022 kontra ett historiskt genomsnittligt framåtblickande p/e-tal på runt 13, det speglar en negativ syn på bolaget från investerarnas sida.

För att den kraftiga nedvärderingen ska visa sig motiverad behöver Svedbergs resultat antingen falla så kraftigt att skuldsättningen blir ett problem, eller så behöver Svedbergs lönsamhet permanenta sig på en nivå väsentligt under de 12–14 procent bolaget levererat de senaste tre åren. Med en nettoskuld/ebitda på ca 2 vid årsskiftet och god kostnadskontroll i koncernen har Analysguiden svårt att se något av dessa scenarier realiseras.

Allt talar dock för att 2023 blir ett år av osäkerhet. Lägre aktivitet på bostadsmarknaden innebär färre renoveringar. Konsumenter pressade av inflation och högre räntor skjuter upp konsumtion och efterfrågan på nybyggda hus har rasat. Enligt ledningen står dock nyproduktionen för bara ~15 procent av Svedbergs totala omsättning. Koncernen står alltså inte och faller med den extremt cykliska nyproduktionsmarknaden.

I det korta perspektivet är det i stället troligt att Svedbergs kan dra nytta av fortsatta leveranser till redan startade byggprojekt. Och när den svagare projektmarknaden börjar kännas av kring andra halvåret 2023, finns en möjlighet att konsumentmarknaden redan har börjat stabiliserats.

Noterbart är till exempel att den svaga konsumentmarknaden märktes först i danska dotterbolaget Cassøe, som började redovisa negativ organisk tillväxt redan under andra kvartalet 2022. Senare följde Macro Design och Svedbergs med fokus på Sverige och Norge. Samtidigt fortsätter brittiska Roper Rhodes att växa organiskt.

De senaste årens förvärvsresa har helt enkelt gjort Svedbergs betydligt mer diversifierat geografiskt. Addera konsument- och projektmarknader som rör sig i lite olika cykler och det ger sammantaget en mer stabil koncern än aktiens kursutveckling ger sken av.

Till det ska också adderas en ledning som snabbt börjat parera med sänkta kostnader. Redan under fjärde kvartalet minskades antalet anställda i dotterbolagen Svedbergs och Macro Design.

Sammantaget ser vi en koncern som är relativt väl rustad att rida ut en lågkonjunktur. Och även om vinstfallet skulle bli större än vi räknat med, är det svårt att inte se en koncern som borde vara tillbaka på banan 2024 eller 2025. Med normaliserad lönsamhet och värderingsmultipel är uppsidan då betydande, vilket i våra ögon ger mycket attraktiv risk/reward i aktien för långsiktiga placerare.

Tidigare analyser

Q1-uppdatering 2023 – 27 april 2023 (kurs 36 kr)

Värderingsintervall 45–50 kr

https://www.aktiespararna.se/sites/default/files/svedbergs_q1_2023_-_2023-04-26.pdf

Q4-uppdatering 2022 – 14 februari 2023 (kurs 30,20 kr)

Riktkurs 51 kr

https://www.aktiespararna.se/sites/default/files/svedbergs_q4_2022_-_2023-02-14.pdf

Q3-uppdatering 2022 – 28 oktober 2022 (kurs 24,90 kr)

Riktkurs 50 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-svedbergs-styrkebesked-fran-bolaget-och-varderingen-rekordlag>

Q2-uppdatering 2022 – 25 april (kurs 37,50 kr)

Riktkurs 52 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-svedbergs-hogintressant-lage-efter-overdrivet-kursfall>

Q1-uppdatering 2022 – 25 april (kurs 50,90 kr)

Riktkurs 70 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-svedbergs-imponerande-tillvaxt-och-marginalmalet-uppnatt>

Kommentar – 18 mars 2022 (kurs 51 kr)

Riktkurs 70 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/kommentar-svedbergs-budpliktsbud-med-sma-utsikter-att-ga-igenom>

Notera att äldre kurser/riktkurser ej är justerade för nyemissionen.

Q4-uppdatering 2021 - 10 februari 2022 (kurs 69 kr)

Riktkurs 84 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-svedbergs-kursvinnaren-har-mer-att-ge-efter-stora-forvarvet>

Risker

Offensivare kapitalstruktur och ny förvävsstrategi

Svedbergs har historiskt agerat som ett typiskt familjeföretag: skuldsättningen har varit nära noll och bolaget har inte genomfört några förvärv. Huvudägarbytet, strategiförändringen och de senaste årens förvärv av Macro Design 2016, danska Cassøe 2020 och framför allt brittiska Roper Rhodes 2021 har förändrat koncernens riskprofil i grunden. Koncernen har nu en hygglig nettoskuldsättning vilket gör den mer känslig för vikande efterfrågan och/eller om något förvärv inte utvecklas enligt plan. Mot det ska ställas att verksamheten blivit mer geografiskt diversifierad – Svedbergs är inte längre så beroende av den svenska marknaden som varit fallet historiskt.

Tuff konkurrens på cyklisk marknad

Svedbergs verkar på en hårt konkurrensutsatt marknad. Ökad nät-handel har inneburit ökad pristransparens och mer kampanjdriven försäljning, vilket riskerar sätta press på lönsamheten. Som aktör i mellanpris-/premiumsegmentet måste Svedbergs leverera ett tydligt mervärde för att kunna motivera sina högre priser. Efterfrågan på Svedbergs produkter är också cyklisk. Ökad osäkerhet kring ekonomins utveckling kan göra att kunder skjuter på renoveringar och att efterfrågan på nybyggda bostäder minskar.

Valuta- och råvarurisker kan pressa lönsamheten

Efter förvärvet av Roper Rhodes genereras halva Svedbergs omsättning i Storbritannien, vilket gör att omsättning och lönsamhet kommer att påverkas av svängningar i växelkursen för det brittiska pundet gentemot den svenska kronan.

Vidare köper koncernen in råvaror och vissa produkter i framför allt amerikanska dollar och euro. Om den svenska kronan försvagas mot dessa valutor ökar Svedbergs kostnader och det är inte givet att bolaget kan kompensera det via högre priser mot kund. Priset på råvaror och insatsvaror, som exempelvis trä och glas, fluktuerar också. Om priserna på dessa stiger riskerar Svedbergs lönsamhet att påverkas negativt.

Disclaimer

Aktiespararna, 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 Joakim Kindahl äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Joakim Kindahl