

Högintressant läge efter överdrivet kursfall

Kostnadsinflation tyngde brittiska verksamheten

Svedbergs andra kvartal bjöd på fortsatt hög tillväxt, drivet av fjol-årets förvärv av brittiska Roper Rhodes. Omsättningen ökade med 115 procent, varav 6 procent organiskt, till 471 miljoner kronor (219). Ebita-resultatet ökade med 95 procent till knappt 65 miljoner (33), motsvarande en marginal på 13,7 procent (15,1). Efter ett första kvartal som var relativt opåverkat av det alltmer osäkra ekonomiska läget syntes tydliga effekter under andra kvartalet. Mest påtagligt var marginalpressen i Roper Rhodes, där ebita-marginalen backade till 11,3 procent, från 15,0 procent under första kvartalet. Lönsamheten tyngdes av stigande materialpriser, ökade fraktkostnader och valuta-effekter (starkare dollar). Nya prishöjningar som ska kompensera för kostnadsinflationen inom alla koncernens bolag sker under andra halvåret.

Sencyklisk affär lär se största effekterna nästa år

På efterfrågesidan har det osäkra konjunkturläget och de alltmer av-vaktande konsumenterna har främst börjat synas i koncernens dan-ska bolag Cassø, där omsättningen minskade med knappt 3 procent i årstakt under andra kvartalet. Minskade byggstarter i Sverige pekar samtidigt på en projektmarknad som bromsar in. För Svedbergs del lär de effekterna emellertid synas först under första halvåret 2023, givet att badrumsprodukter levereras relativt sent i byggprocessen. Osäkerheten är för närvarande stor, men mycket talar för att Sved-bergs organiska tillväxt bromsar in med konjunkturavmattningen och att kostnadsinflationen samtidigt riskerar att sätta press på brutto-marginalen. I spåren av detta vi justerar ner våra vinstprognoser något för hela prognosperioden 2022–2024.

Lågkonjunktur inprisad efter halvering av kursen

Från toppnivåerna kring årsskiftet är Svedbergs-aktien nästan hal-verad, vilket innebär att investerarna prisat in betydligt sämre tider i kursen. Även om osäkerheten är stor kring den pågående konjunktur-avmattningen, talar mycket för att marknaden har överreagerat. På våra uppdaterade prognoser för 2023 handlas aktien till ev/ebita 9,5 respektive p/e 9,0, vilket är klart attraktiva nivåer. Aktien är svår-bedömd i det korta perspektivet, men kursfallet har i våra ögon skapat ett högintressant läge för långsiktiga investerare. I spåren av den öka-de osäkerheten och sänkta prognoser justerar vi vår riktkurs på tolv månaders sikt till 52 kronor (70), motsvarande ~ ev/ebita 12 på prog-nosen för 2023 eller p/e 12,5.

Svedbergs

Rapportkommentar – Q2 2022

Datum 20 juli 2022
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch Sällanköpsvaror
Styrelseordförande Anders Wassberg
Vd Per-Arne Andersson
Noteringsår 1997
Listning Nasdaq OMX Small Cap
Ticker SVED B
Aktiekurs 37,50 kr
Antal aktier, milj. 35,3
Börsvärde, mkr 1 325
Nettoskuld, mkr* 716
Företagsvärde (EV), mkr 2 041
Webbplats www.svedbergs.se

*Inkl. tilläggsköpeskilling

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	869	1 747	1 712	1 763
Ebita	119,3	236	214	246
Rörelseres. (ebit)	95,1	214	194	226
Nettoresultat	59	159	147	174
Vinst per aktie, kr	1,66 kr	4,51 kr	4,17 kr	4,94 kr
Utd. per aktie, kr	0,00 kr	1,50 kr	1,60 kr	1,80 kr
Omsättningstillväxt	33,8%	101,1%	-2,0%	3,0%
Ebita-marg.	13,7%	13,5%	12,5%	14,0%
Nettoskuld/ebitda	4,0	2,2	2,1	1,6
P/e-tal	e.m.	8,3	9,0	7,6
EV/ebita	e.m.	8,6	9,5	8,3
EV/omsättning	e.m.	1,17	1,19	1,16
Utdelningsandel	0,0%	33,3%	38,4%	36,5%
Direktavkastning	0,0%	4,0%	4,3%	4,8%

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 har kraftigt förbättrad organisk tillväxt sedan dess, har även förvärvstempot skruvats upp rejält. I slutet av 2020 förvärvades danska Cassø 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 den geografiska spridningen (se diagram).

Offensiv ledning redo för nya affärer

Efter jätteförvärvet av Roper Rhodes som konsoliderades per 1 december 2021 är det lätt att tro att Svedbergskoncernen kommer ägna 2022 åt att konsolidera verksamheten och utvinna synergier. Inget kunde vara mer fel. Koncernen har numera en decentraliserad struktur, likt många av börsens framgångsrika förvärvskonglomerat, där dotterbolagen har en hög grad av självstyre. Högsta ledningen kommer naturligtvis lägga en hel del fokus på den brittiska marknaden givet att den nu står för halva koncernens omsättning, men förvärvet av Roper Rhodes är inte på något sätt ett hinder för nya affärer redan under 2022. Efter vårens nyemission ser vi att nettoskuld/ebitdation successivt rör sig ner mot ~2,2 under året, vilket ger utrymme för mindre kompletterande förvärv redan under 2022.

Goda chanser till tvåsiffrig avkastning på sikt

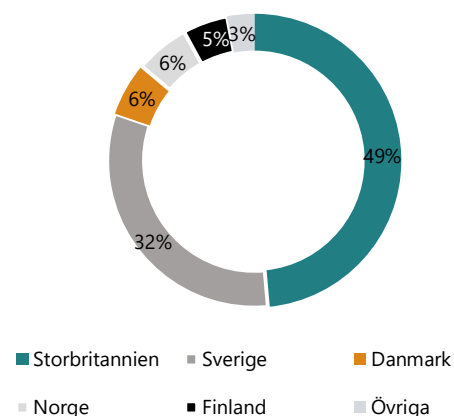
I en uppdaterad [scenariobeskrivning](#) efter bokslutet landade vi i att Svedbergs bör ha goda förutsättningar att leverera tvåsiffrig avkastning för aktieägarna i ett femårsperspektiv. Bolagets ledning har levererat på många fronter, däribland: förbättrad kostnadskontroll, lyckade produktlanseringar, stärkt lönsamhet, tvåsiffrig organisk tillväxt och snabb förvärvstillväxt till attraktiva multiplar. Givet en lönsamhet kring det finansiella målet (se diagram) ser vi framåt att tillväxten, inte minst den förvärvade, blir en viktig drivkraft. Sedan scenariobeskrivningen har aktien tappat över 30 procent, vilket gjort kalkylen än mer attraktiv för långsiktiga placerare på bekostnad av ökad kortsiktig osäkerhet.

Nya Svedbergs förtjänar en högre värdering

Svedbergs transformation i positiv riktning under de senaste åren 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. Efter förvärvet av Roper Rhodes är Svedbergs börsvärde uppe i dryga miljarden. I takt med att koncernen växer blir aktien intressant för allt fler institutionella placerare.

Storbritannien nu största marknad

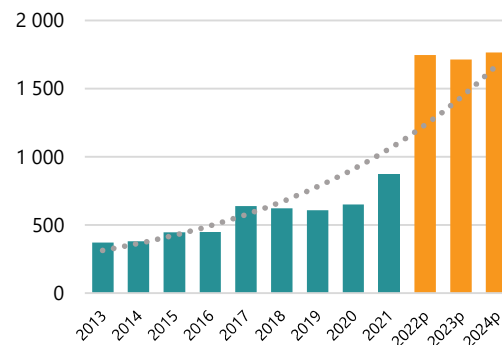
Omsättningsandel per land, första halvåret 2022



Källa: Bolaget, Analysguiden.

Nära fyra gånger större sedan 2016

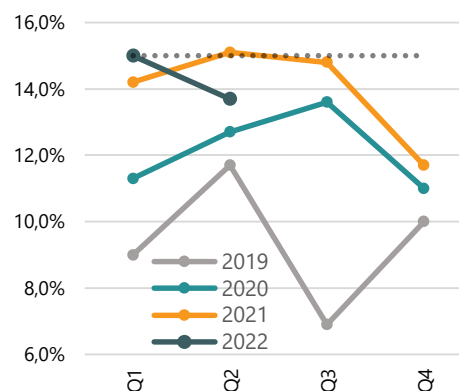
Omsättning, Mkr 2013–2024p



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)
Not: Grå prickad linje är exponentiell trend.

Positiv marginaltrend senaste åren

Ebita-marginal per kvartal 2019–2022



Källa: Bolaget, Analysguiden. Streckad linje är målnivån 15%.

Utsikter och värdering

Svedbergs andra kvartal bjöd på en splittrad utveckling. På den positiva sidan stack segment Svedbergs ut med 13 procents tillväxt och en rörelsemarginal som förbättrades till 17,1 procent (15,6).

Macro Design och Cassøe hade en lugnare utveckling med omsättningstillväxt på 1 procent respektive ett omsättningstapp på 3 procent. Lönsamheten höll sig uppe väl i båda affärsområdena.

Största affärsområdet Roper Rhodes påverkades mest av kostnadsinflationen inom råmaterial och frakt, samt valuta, och fick se rörelsemarginalen backa till 11,3 procent jämfört med 15,0 procent under första kvartalet.

Ledningen möter kostnadsinflationen med nya prishöjningar under andra halvåret, men möter samtidigt en konjunkturavmattning och alltmer osäkra utsikter. I spåren av detta justerar vi ner våra vinstprognoser något för hela prognosperioden 2022–2024. Innevarande år lär kostnadsinflationen vara den största utmaningen, medan efterfrågan kan bli ett problem nästa år – när den sencykliska projektafären rimligen börjar känna av en lägre takt i byggandet. Vidare är risken uppenbar att konsumenterna också blir mer avvaktande när hög inflation och stigande räntor gröper ur den disponibla inkomsten.

Vinstfall på cirka 30 procent ligger redan i kursen

Som så ofta är fallet har aktiemarknaden en tendens att ”skjuta först, och fråga sedan”, i Svedbergs illustrerat av att aktiekursen nästan halverats från toppnivåerna vid årsskiftet. I det läget tycker vi det är intressant att räkna på vad marknaden har prisat in.

Vi har tidigare argumenterat för att en värdering på ~12 gånger ebita-resultatet respektive ~ p/e 13 är en rimlig nivå för ett Svedbergs som visserligen är cykliskt, men samtidigt åter är tillbaka i tillväxtspåret efter en flerårig svacka, redovisar goda marginaler och dessutom blivit en större och geografiskt mer diversifierad koncern.

Räknat på fjolårets pro forma-siffror från årsredovisningen, där koncernen omsatte 1 664 miljoner kronor med ett ebita-resultat på 242 miljoner, motsvarande en ebita-marginal på 14,5 procent, handlas aktien nu till ev/ebita 8,4.

Utifrån vår motiverade multipel på ev/ebita 12 behöver Svedbergs vid nuvarande värdering enbart leverera ett ebita-resultat på cirka 170 miljoner kronor. Ur det perspektivet har marknaden prisat in ett vinsttapp på cirka 30 procent i Svedbergs från fjolårets nivåer, vilket skulle ta ner ebita-marginalen till 10–11 procent.

I händelse av en djup lågkonjunktur är ett sådant scenario inte omöjligt, men viktigt att komma ihåg är att de lönsamhetsnivåerna då högst sannolikt representerar en tillfällig lägstanivå och inte koncernens uthålliga lönsamhet.

Slutligen är det viktigt att framhålla att Svedbergs nettoskuld inkluderar en förmodad tilläggsköpeskilling för Roper Rhodes på 151 miljoner kronor. Exklusive denna är nettoskuld/ebitda vid årsskiftet nere i cirka 1,7 på våra prognoser, en nivå som gör det väldigt osannolikt att Svedbergs skuldsättning ska bli ett problem.

Tidigare analyser

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>

Kommentar - 2 december 2021 (kurs 57,60 kr)

Riktkurs 78 kr (uppnådd 27 december 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/kommentar-svedbergs-investerarna-lar-belona-brittiskt-jatteforvarv>

Q3-uppdatering 2021 - 29 oktober 2021 (kurs 59,80 kr)

Riktkurs 66 kr (uppnådd 2 december 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-svedbergs-levererar-pa-alla-fronter-upplagt-nya-forvarv>

Q2-uppdatering 2021 - 22 juli 2021 (kurs 49,50 kr)

Riktkurs 60 kr (uppnådd 30 augusti 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-svedbergs-stark-rapport-motiverar-hojd-riktkurs>

Q1-uppdatering 2021 - 29 april 2021 (kurs 47,75 kr)

Riktkurs 55 kr (uppnådd 24 augusti 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-svedbergs-stark-rapport-motiverar-hojd-riktkurs>

Q4-uppdatering 2020 - 10 februari 2021 (kurs 36,60 kr)

Riktkurs 48 kr (uppnådd 16 april 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-svedbergs-tillvaxtbolag-till-pe-10-mer-potential-i-aktien>

Initieringsanalys – 25 november 2020 (kurs 27,80 kr)

Riktkurs 36 kr (uppnådd 18 januari 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-svedbergs-undervarderad-100-aring-gar-fran-klarhet-till-klarhet>

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 säkert 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 tyngas.

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 Johan Högberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Johan Högberg