

Tredje kvartalet 2024

Ovanligt stor negativ reaktion på kvartalsrapport

Systemair redovisade för verksamhetsåret en rapport som fick ovanligt stor negativ reaktion på aktiemarknaden. Aktien föll med drygt tio procent under mycket stor omsättning. Huvudsakligen är orsaken till besvikelsen att koncensusprognoserna inför rapporten oförklarligen hade reviderats upp. Flertalet analytiker har haft orimligt höga riktkurser på Systemairaktien. Besvikelsen var droppen och de som köpt med för höga förväntningar kapitulerade och sålde.

Nedgången kan också vara en konsekvens av utflöden ur flertalet småbolagsfonder. Till en början säljer dessa sina mer likvida innehav för att senare tvingas sälja de mer illikvida aktierna. Systemair tillhör de senare varvid kursrörelserna blir oberättigat stora när fonderna tvingas sälja för att möta uttagen. Cliens små- och mikrobolagsfond har till skillnad mot andra småbolagsfonder haft inflöden. I Cliens fond är Systemair det tredje största innehavet vilket kan utgöra motvikt mot de andra fondernas uttag. Alecta och SEB Fonder har varit de största köparna samtidigt som Swedbank Robur Fonder sålt. Tydligt var det stort intresse på webcasten av kvartalsrapporten från utländska investerare. Det utländska ägandet är förhållandevis lågt i Systemair. I NIBE är det utländska ägandet nästan tre gånger så stort som i Systemair.

Tredje kvartalet mötte mycket svår jämförelse

Den organiska försäljningstillväxten de senaste tre kvartalen är i nivå med marknadens tillväxt, fem procent. Sekventiellt ser det svagt ut. Första kvartalet inledde verksamhetsåret med en tillväxt på tio procent, som i det andra kvartalet halverades till fem procent. I det nu redovisade tredje kvartalet var det ingen tillväxt alls. Då skall vi komma ihåg att vi också jämför med ett kvartal förra året då tillväxten var 22 procent. Alltså, mycket svåra jämförelsetal.

Framtidsutsikterna har ljusglimtar

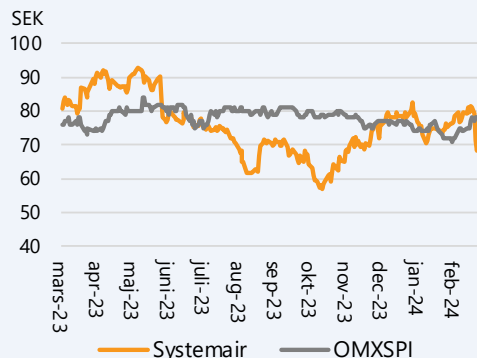
Framöver blir det lättare jämförelser. Den sålda lufkonditioneringsverksamheten ligger med i jämförelsen två månader av tre i nästa kvartal. Systemair anger att framtidsutsikterna att ett antal ljusglimtar ändå finns på horisonten. Den norska verksamheten, en mycket lönsam marknad, hade en väsentligt bättre aktivitet i slutet av kvartalet. Aktivitetsnivå i konsultledet och hos ventilationsentreprenörerna har visat tecken ökad nivå. En mer positiv marknadsutveckling kan komma när centralbankerna väl bekräftar det marknaden redan sett, att inflationen är lägre och därmed sänker de korta räntorna. Ett antal nya orders för intressanta applikationer; datahallar och kryssningsfartyg tecknades under kvartalet. Kursfallet i samband med rapporten innebar att förväntningarna nu äntligen satts ner på Systemair. Aktiekursen har tagit höjd för ytterligare besvikelse i det fjärde kvartalet samtidigt som det möter lättare jämförelse och mindre valutaeffekter.

Systemair

Rapportkommentar tredje kvartalet 2023/2024

Datum	14 mars 2024
Analytiker	Philip Wendt
Basfakta	
Bransch	Industri
Styrelseordförande	Gerald Engström
Vd	Roland Kasper
Listning	Nasdaq OMX Large Cap
Kortnamn	SYSR
Aktiekurs	72,0
Antal aktier, milj.	208
Börsvärde, mkr	14 976
Nettoskuld, mkr	1 079
Företagsvärde (EV), mkr	16 055
Motiverat värde (i dag)	75 kronor
Nästa rapport	2024-06-04

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, MSEK

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	9 635	12 058	12 245	12 612
Bruttoresultat	3 319	4 109	4 174	4 402
Rörelseres. (ebit)	770	1401	906	1141
Resultat f. skatt	742	1 295	799	1 100
Nettoresultat	545	1045	573	858
Vinst per aktie	2,62 kr	5,02 kr	2,75 kr	4,12 kr
Utd. per aktie	0,90 kr	1,10 kr	1,20 kr	1,65 kr
Omsättningstillväxt	13,1%	25,2%	1,6%	3,0%
Bruttomarginal	34,4%	34,1%	34,1%	34,9%
Rörelsemarginal	8,0%	11,6%	7,4%	9,0%
Nettoskuld/eget kap	0,6	0,3	0,1	0,0
Nettoskuld/ebitda	2,8	1,1	0,4	-0,1
P/e-tal	24,1	16,5	26,1	17,5
EV/ebitda	13,2	11,5	11,8	10,3
EV/omsättning	1,56	1,3	1,3	1,3
Direktavkastning	1,2%	1,5%	1,7%	2,3%

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 2,3 procent är det motiverade värdet i dag 75, vilket 3 SEK från 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. Vi behöver få några kvartal med försäljningstillväxt för att minska på sannolikheten för detta. En viktad 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.

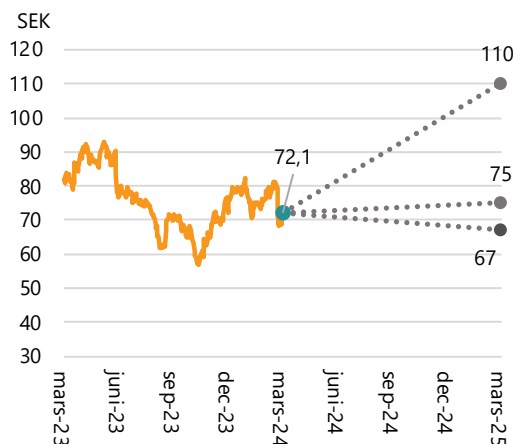
Köpvärd med både låg absolut och relativ värdering

Utvecklingarna 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 kunderbudande baserat på en enhetlig produktionsplattform. I kombination med en aktiv förvärvsstrategi 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

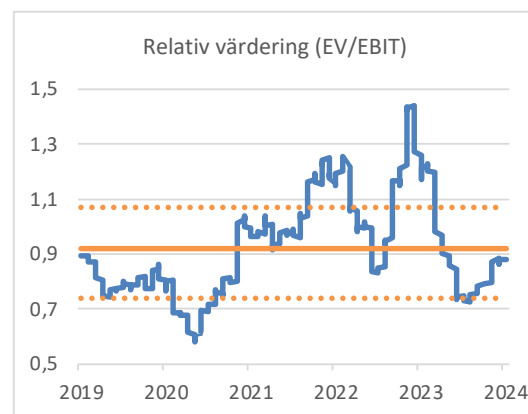
Värderingsmultiplar för jämförbara bolag

Bolag	Kursutv i år	EV/EBITDA (NTM)	P/E-tal (FY1)	Direkt avkastning
Trane Technologies	18,0%	23,7	32,4	1,2%
Munters Group	14,4%	23,8	43,5	0,7%
Lindab International	9,5%	14,4	20,1	2,4%
Johnson Controls Intl	7,5%	19,0	20,2	2,4%
Lennox International	4,9%	21,2	28,4	0,9%
Carrier Global Corp	0,8%	20,3	36,6	1,3%
Beijer Ref	-0,3%	20,7	27,6	0,8%
Watsco Inc	-6,6%	23,7	29,3	2,4%
Daikin Industries	-11,7%	16,2	24,5	1,2%
Nibe Industrier	-16,1%	18,8	25,0	1,1%
Genomsnitt	2,0%	20,2	28,8	1,5%
Systemair	-9,7%	12,7	13,7	1,5%

Källa: Bolaget, Refinitiv

Aktien lågt värderad mot peers

Relativt Ev/ebit-tal mot jämförbara bolag



Tredje kvartalet 2023/24

Oförändrad organisk försäljningstillväxt

Den organiska försäljningstillväxten mattades av ytterligare i det tredje kvartalet. Efter första kvartalets tio-procentiga tillväxttakt föll öknings-takten i det andra kvartalet till fem procent och nu i det tredje till en oförändrad nivå. Då är det viktigt att reflektera över att vilken nivå på försäljningen som jämförelsen görs. Det tredje kvartalet i föregående verksamhetsår var exceptionellt starkt. Försäljning ökade då med 22 procent. Normalt är det tredje kvartalet, som sträcker från november till och med januari, det svagaste på året.

Höjda förväntningar innan rapport

För det tredje kvartalet redovisar Systemair en försäljning på 2 826,7 MSEK (3 043,5). Den lägre nivån förklaras till hälften av nettot av förvärv och avyttrad verksamhet och till hälften av valutaeffekter. Som nämnts ovan rensat för dessa faktorer var försäljningen oförändrad mot föregående år. Något märkligt hade analytiker inför kvartalet reviderat upp försäljningsprognosen. Analytiker som följer bolaget hade räknat med en försäljning på 2 994 MSEK, en minskning med 1,6 procent. Avvikelsen mot utfallet blev därmed -5,5 procent, vilket till stor del förklarar fallet i aktien när bolaget rapporterade.

Europa fortsatt viktigaste marknaden

Den geografiska fördelningen av försäljningen fortsätter att se ökad andel i Nordamerika och på tillväxtmarknader. Tillsammans utgör de i dag lite drygt en fjärdedel av omsättningen. Europa med Norden och Östeuropa står för tre fjärdedelar av omsättningen och utgör fortfarande företagets huvudmarknad. Tillväxten har varit särskilt gynnsam på marknader som mellanöstern och Sydostasien. Även Nordamerika visar på tillväxt med stora industriinvesteringar som draglok. Kanada, med större exponering mot bostadsbyggande hade svagare utveckling. På marknader i Norden, Östeuropa och Europa var försäljningstillväxten ännu svagare än tidigare kvartal. Stora industriinvesteringar kompenserar inte för den låga aktiviteten i bostadsbyggande.

Stabil bruttomarginal

Även om bruttovinsten för det tredje kvartalet inte nådde upp till marknadens förväntningar var bruttomarginalen på 33,9 procent fortsatt stabil. Med mycket låg variation mellan kvartalen är bruttomarginalen för andra året i rad i genomsnitt 34 procent. Företagets målsättning är att nå tillbaka till 35–36 procent när väl försäljningstillväxten kommer tillbaka. De senaste årens konsolidering av de många förvärven som gjorts genom åren och koncentration till enhetliga produktbjudande bör ge betalt när konjunkturen vänder upp. Efter 1990-talets finanskris tog det dock sex år innan bostadsbyggandet tog fart.

Rörelsemarginal som väntat

Rörelseresultat i kvartalet är belastat med en omstruktureringskostnad för flytten av Menergas produktion till Slovenien med 125 MSEK. Bolaget redovisar ett rörelseresultat för kvartalet på 73 MSEK (277,5). Analytiker hade räknat med ett rörelseresultat efter omstruktureringskostnader på 138 MSEK, en avvikelse på 65 MSEK. Vilket förklaras av den lägre försäljningen. Försäljnings- och administrationskostnaderna var på oförändrad nivå mot omsättningen jämfört med föregående kvartal.

Sämre finansnetto trots lägre nettoskuld

Finansnettot belastades med valutaeffekter på långfristiga fordringar, lån och banktillgodohavande. Något som är svårt att prognosticera. Därav att finansnetto var 40 MSEK lägre än analytikers förväntningar. En lägre nettoskuldsättningen minskar annars bolagets räntebetalningar, men kompenserar inte för i det här kvartalet svag turkisk lira och högre kostnader för att säkra den indiska rupien. Sammantaget var resultatet 109 MSEK lägre än väntat, huvudsakligen till följd av lägre försäljning, bruttoresultat och sämre finansnetto.

Starkt kassaflöde kompenserar för lägre resultat

Om nu det redovisade resultatet var 109 MSEK mindre än väntat var kassaflödet efter förändringar i rörelsekapitalet betydligt bättre. Genom minskade lager och kundfordringar frigjordes i kvartalet 343 MSEK. Det är riktiga pengar och har i princip lika stor betydelse för bolaget för många att betala utdelningar som det redovisade resultatet.

I det korta perspektivet är algoritmer som styr den kortsiktiga aktiehandeln inte tillräckligt sofistikerad att kunna läsa hela rapporten utan fokuserar bara på den översta raden. Det skapar möjligheter för investerare med ett bredare fundamentalt perspektiv.

Låg skuldsättning ger handlingsfrihet

Nettoskulden minskade i kvartalet med de medel som frigjordes ur rörelsekapitalet och uppgår nu till 1079,3 MSEK (2 617). Soliditeten, det egna kapitalet i förhållande till balansomslutningen, är 57,8 procent. Det strategiska målet är att soliditeten inte skall understiga 30 procent, dvs halva den nivån som soliditeten nu uppgår till. Utöver en urstark balansräkning har bolaget kreditfaciliteter på 1 400 MSEK, motsvarande tio procent av Systemairs börsvärde.

Framtidsutsikter

Med tredje kvartalets svaga försäljningstillväxt var det flera analytiker som kapitulerade med orimligt höga riktkurser. Rimligtvis kommer även prognoserna för det fjärde kvartalet att sättas så lågt att företaget kan slå dem. Låga förväntningar är förutsättning för att aktiekursen skall kunna stiga.

Det fjärde kvartalet möter betydligt lättare jämförelser än vad det tredje kvartalet gjorde. Givet att dollar och euron fortsatt är på samma nivå som i dag får valutan inget större genomslag på försäljningen. I det tredje kvartalet var det nästan fyra procent som slog negativt. Den sålda luftkonditioneringsverksamheten ingår med två av de tre månaderna i förra årets försäljning, till skillnad från tre i det tredje kvartalet, vilket minskade försäljningen med nästan fyra procent. Med en oförändrad organiskt tillväxt är vår förväntade försäljning för det fjärde kvartalet 3 057 MSEK (3 129), en minskning med två procent.

Med oförändrade försäljningskostnaderna i förhållande till omsättningen i det fjärde kvartalet skulle rörelsemarginalen kunna vara tillbaka på nio procent och en oförändrad bruttomarginal på 34 procent. Mer rimligt är att de är högre och rörelsemarginalen är sju procent i det fjärde kvartalet. Det ger ett rörelseresultat på 220 MSEK mot 73 MSEK i det tredje kvartalet. Vinst per aktie skulle då uppgå till 2,75 SEK (5,0) för innevarande verksamhetsår. Med en utdelningsandel på 40 procent kan det bli en utdelning på 1,20 (1,1). Fortfarande en ökning mot föregående år.

Rapport för det fjärde kvartalet väntas tisdagen den fjärde juni.

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	12 245	12 612
Kostnad sålda varor	-4 010	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 949	-8 071	-8 210
Bruttoresultat	2 102	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 319	4 109	4 174	4 402
Administrationskostnader	-337	-365	-361	-389	-424	-428	-438	-575	-583	-631
Försäljningskostnader	-1 400	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-2 078	-2 460	-2 612	-2 585
FoU-kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övrigt, netto	-21	-9	-51	15	-46	6	-34	327	135	157
Resultat före avskrivningar (ebitda)	344	439	350	528	626	677	770	1 401	1 361	1 557
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	-455	-416
Ebita	344	439	350	528	626	677	770	1 401	906	1 141
Avskr. på förvävsrel. Immater. tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (ebit)	344	439	350	528	626	677	770	1 401	906	1 141
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	-125	0
Ebit exkl. extraordinära poster	344	439	350	528	626	677	770	1 401	1 031	1 141
Finansnetto	-37	-29	-16	-70	-82	-113	-28	-107	-68	-107
Resultat före skatt	307	410	333	458	544	564	742	1 295	799	1 100
Skatter	-100	-116	-103	-137	-158	-153	-197	-250	-226	-242
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	4	4	0	0	0	0
Nettoresultat	207	294	230	320	389	415	545	1 045	573	858

Balansräkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p
TILLGÅNGAR										
Byggnader & mark	925	966	1 157	1 162	1 115	1 133	1 298	2 526	2 377	2 277
Övriga materiella anläggningstillgångar	348	348	448	566	608	873	986	1 028	0	0
Goodwill	622	691	759	847	820	736	889	989	989	989
Övriga immater. anläggningstillgångar	189	189	193	217	265	248	211	216	291	280
Övriga anläggningstillgångar	181	201	240	268	255	238	194	180	8	8
Summa anläggningstillgångar	2 265	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 624	3 986	3 654	3 542
Varulager	1 105	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	2 225	2 459	2 351	2 396
Kortfristiga fordringar	1 123	1 252	1 462	1 685	1 556	1 598	1 975	2 523	2 755	2 775
Övriga omsättningstillgångar	153	199	182	217	283	300	312	325	41	45
Likvida medel	177	242	213	250	378	319	336	340	1 289	1 905
Summa omsättningstillgångar	2 558	2 863	3 256	3 662	3 789	3 654	4 848	5 647	6 437	7 121
SUMMA TILLGÅNGAR	4 823	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 633	10 090	10 663

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	5 616	6 131
Minoritetsintressen	0	0	0	0	20	25	38	0	0	0
Summa eget kapital	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	5 273	5 616	6 131
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	343	332
Summa långfristiga skulder	435	578	966	1 359	1 392	1 311	1 507	929	919	907
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	1 224	1 261
Övriga kortfristiga skulder	458	591	652	690	905	938	1 089	1 275	1 160	1 193
Summa kortfristiga skulder	2 259	2 402	2 609	2 613	2 624	2 314	3 112	3 431	3 555	3 625
SUMMA EGET KAPITAL & SKULDER	4 802	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 633	10 090	10 663

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	1 361	1 557
Rörelsekapitalförändring	-161	18	-174	-150	57	136	-714	-635	306	44
Övriga poster, skatt	-192	-180	-156	-225	-250	-234	-241	-179	-208	-228
Kassaflöde löpande verksamheten	169	464	224	387	844	994	235	588	1 459	1 374
Investeringar	-147	-148	-377	-211	-170	-418	-301	-367	-306	-315
SUMMA FRITT KASSAFLÖDE	22	317	-153	176	674	576	-65	221	1 152	1 058
Förvärv & avyttringar	-65	-134	-105	-110	-65	-25	-215	553	0	0
Utdelning	-104	-104	-104	-104	-104	0	-158	-229	-173	-339
Finansiering, nya lån och amortering	158	-31	323	266	-363	-557	433	-545	-119	-53
Likvida medel	177	242	213	250	378	319	336	340	1 201	1 867
Nettoskuld (neg = nettokassa)	1 329	1 401	1 838	2 081	1 981	1 540	2 118	1 523	487	-179

Källa: Bolaget och konsensus

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

Ansvarig analytiker:

Philip Wendt