

Brittiska förvärvet lyfter när nordiska affären viker

Roper Rhodes utropstecknet under fjärde kvartalet

Badrumskoncernen Svedbergs avslutade 2022 med att vända till negativ organisk tillväxt om -9 procent, vilket kan jämföras med en organisk tillväxt om +6 procent under tredje kvartalet. Medan de tre Norden-fokuserade bolagen alla redovisade negativ organisk tillväxt, gick brittiska Roper Rhodes mot strömmen och växte organiskt. Att Roper Rhodes konsolideras först i december 2021, i kombination med mindre positiva valutaeffekter, bidrog till att omsättningen ökade med hela 56 procent under fjärde kvartalet till 438 miljoner kronor (281). Genomförda prishöjningar i kombination med god kostnads-kontroll innebar att bruttomarginalen stärktes till 41,3 procent (40,9). På ebita-nivå ökade resultatet till 54 miljoner (33), motsvarande en marginal på 12,4 procent (11,7).

Osäkra utsikter – men god kostnadskontroll

Svedbergs fjärde kvartal illustrerade två viktiga saker. Dels visade det på fördelarna med Svedbergs förvärvsstrategi, vilken skapat en betydligt mer diversifierad koncern än den som för bara några år sedan hade över 70 procent av omsättningen i Sverige. Tack vare en bredare geografisk spridning står inte Svedbergs och faller med den svenska eller ens den nordiska marknaden. Dels visade kvartalet tydligt hur koncernens goda kostnadskontroll i hög utsträckning kan dämpa motvinden från den tillfälligt minskade efterfrågan. Allra tydligast illustrerades det i affärsområde Macro Design som ökade resultatet trots ett stort intäktstapp. Under 2023 räknar Analysguiden med att motvinden håller i sig, att den organiska tillväxten blir negativ och att lönsamheten pressas. I våra prognoser ligger dock inga förvärv, vilket skulle kunna ge stöd om Svedbergs offensiva ledning fortsätter förvärvsresan. Nettoskuld-sättningen är inte högre än att koncernen kan utnyttja svackan till ytterligare något förvärv.

Högintressant läge för långsiktiga investerare

Svedbergs fjärde kvartal kom in marginellt över våra förväntningar. Den positiva kursreaktionen (+15,2 procent) på rapporten kan bäst summeras "bättre än befarat" och speglar vår syn på Svedbergs; att marknaden har dragit alla bolag inom konsumentvaror/byggvaror över en kam, vilket skapat intressanta lägen i de mer kvalitativa bolagen som Svedbergs. Efter rapporten gör vi bara mindre justeringar i våra prognoser och ser fortsatt Svedbergs som ett bolag som (1) kan rida ut en lågkonjunktur tack vare en hanterbar skuldsättning och god kostnadskontroll och som (2) är alldeles för försiktigt prissatt i relation till en normal lönsamhet. Analysguiden justerar riktkursen till 51 kronor (50), motsvarande ~ p/e 13 respektive ~ev/ebita 11,5 på vår prognos för 2024. Precis som tidigare flaggar vi dock för att den kort-siktiga operativa motvinden gör att en omvärdering kan ligga längre fram i tiden.

Svedbergs

Rapportkommentar – Q4 2022

Datum 14 februari 2023
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch Sällanköpsvaror
Styrelseordförande Anders Wassberg
Vd Per-Arne Andersson
Noteringsår 1997
Listning Nasdaq OMX Small Cap
Ticker SVED B
Aktiekurs 30,20 kr
Antal aktier, milj. 35,3
Börsvärde, mkr 1 067
Nettoskuld, mkr* 609
Företagsvärde (EV), mkr 1 676
Webbplats www.svedbergs.se

*Inkl. tilläggsköpeskilling för Roper Rhodes

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	1 833	1 705	1 756	1 861
Ebita ex. eo.	251	196	210	232
Rörelseres. (ebit)	234	177	196	223
Nettoresultat	166	118	139	167
Vinst per aktie, kr	4,90 kr	3,33 kr	3,94 kr	4,73 kr
Utd. per aktie, kr	1,50 kr	1,00 kr	1,25 kr	1,50 kr
Omsättningstillväxt	110,0%	-7,0%	3,0%	6,0%
Ebita-marg.	13,7%	11,5%	12,0%	12,5%
Nettoskuld/ebitda*	1,5	2,0	1,7	1,5
P/e-tal	6,2	9,1	7,7	6,4
EV/ebita	6,7	8,5	8,0	7,2
EV/omsättning	0,91	0,98	0,95	0,90
Utdelningsandel	30,6%	30,0%	31,7%	31,7%
Direktavkastning	5,0%	3,3%	4,1%	5,0%

*Exkl. 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 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 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 1,5 exklusive tilläggsköpeskillingar, 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 stil 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

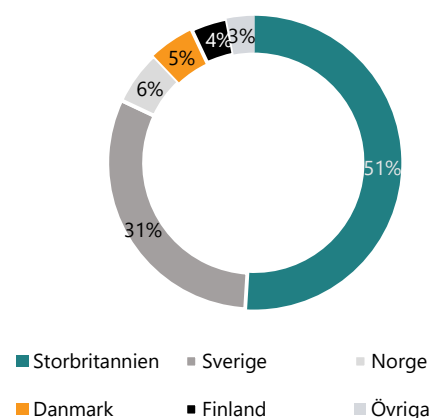
Svedbergs har en fin långsiktig lönsamhetshistorik, där bolaget tagit sig igenom såväl svensk finanskris tidigt 1990-tal som den globala finanskrisen 2008–2009 i imponerande stil – båda gångerna med en tvåsiffrig rörelsemarginal intakt. De senaste årens förvärvsresa har stöpt om koncernen rejält, vilket 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 ner till den lägsta nivån på 20 år (se diagram). Även om 2023 lär bli ett utmanande år för Svedbergs framstår kursfallet som en klar överreaktion.

Alltmer diversifierad koncern

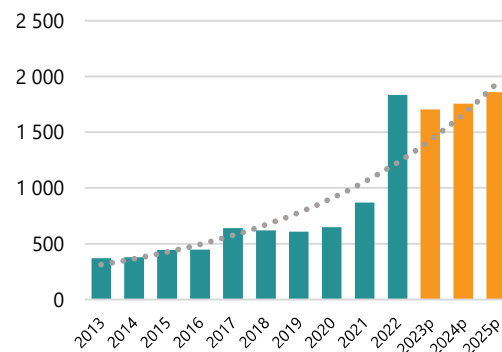
Omsättningsandel per land 2022



Källa: Bolaget, Analysguiden.

Koncernen 4x större sedan 2016

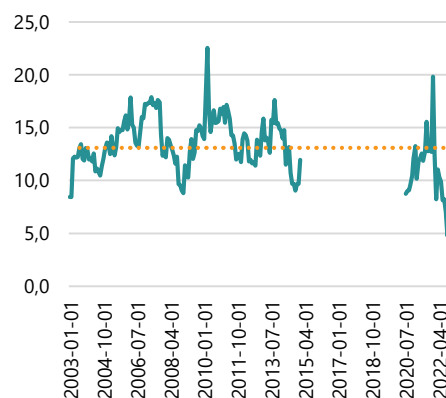
Omsättning, Mkr 2013–2025p



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 (13,1). Data saknas för perioden 2015–2019 p.g.a. för få vindestimat.

Utsikter och värdering

Prissättningen av Svedbergs-aktien med ett p/e-tal 6,0 på den redovisade vinsten under 2022 kontra ett historiskt genomsnittligt framåtblickande p/e-tal på mer än det dubbla (13,1) speglar en väldigt 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 bara 1,5 vid årsskiftet och god kostnadskontroll i koncernen har Analysguiden svårt att se något av de scenarierna realiserar.

Allt talar dock för att 2023 blir ett år med motvind. 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, då finns en möjlighet att konsumentmarknaden redan har det värsta bakom sig.

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 fortsatte brittiska Roper Rhodes att växa organiskt under fjärde kvartalet.

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. I det senare fallet har kostnadskontrollen varit så god att ebita-marginalen mer än fördubblades till 14,0 procent (6,8) trots -22 procents organisk tillväxt. Minst sagt imponerande.

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 värderingsmultipl är uppsidan då betydande, vilket i våra ögon ger mycket attraktiv risk/reward i aktien för långsiktiga placerare.

Tidigare analyser

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>

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