

## Fullvärderad kvalitetsaktie

### Mycket välskött bolag

Systemair är ett mycket ett välskött bolag med en tydlig ägare. Bolaget är verksamma inom energieffektiva ventilationsystem. Gerald Engström grundade bolaget 1974 i Skinnskatteberg och är erkänd som en av Sveriges främsta entreprenörer. Försäljningen sker i dag genom 52 försäljningsbolag runtom i världen. Omsättningen överstiger 12000 MSEK och har vuxit i en takt av nio procent sedan början av 10-talet. Produktion sker huvudsakligen i egna fabriker i 19 länder.

### Konsoliderad produktionsplattform

Med Roland Kasper som verkställande direktör har bolaget genomfört en generationsväxling de senaste tio åren. Med lång erfarenhet från ventilationsindustrin har Roland Kasper konsoliderat de många förvärven Gerald Engström gjort som tidigare VD och fokuserat på produktutveckling. Systemair har sedan ett par år tillbaka börjat skörda den utvecklingssatsning som bolaget gjort på en konsolidering av produktionsplattformarna till ett enhetligt erbjudande. Efter pandemin har uppmärksamhet på inomhusluftens kvalitet blivit alltmer påtaglig och ett flertal projekt är redan i gång i syfte att förbättra inomhusluften i skolor, sjukhus och offentliga byggnader i Europa.

### Inte lågt ställda förväntningar på aktien

Sedan 2007 är Systemair noterat på Stockholmsbörsen. Börsvärdet uppgår till 19.100 MSEK fördelat på 208 miljoner aktier noterat till en senast betald kurs på 92. Förväntningarna är inte låga på bolaget. Bolaget måste fortsätta växa dubbelt så mycket som den förväntade marknadstillväxten för att motivera aktiekursen. Något som bolaget faktiskt gjort historiskt genom förvärv och produktutveckling. Trots osäkerhet om byggkonjunkturen i Norden står bolaget väl rustat att kunna hålla i marginalerna och minska på rörelsekapitalet de närmaste åren.

### Ny favorit bland fondförvaltarna

Flertalet småbolagsfonder har investerat i aktien och enligt ägarlistorna har de flesta ökat sina innehav i Systemair de senaste månaderna. I genomsnitt omsätts det 72.000 aktier per dag på Stockholmsbörsen. Omsättningshastigheten, likviditeten i aktien, har fördubblats de senaste åren i takt med att fler fondförvaltare upptäckt aktien. De senaste åren har fonder med inriktning på hållbarhet haft stora inflöden och riktat dessa bland annat mot Systemair. Med en tydlig ägare i Färna Invest, en erfaren ledning, brett aktieäggande och hög andel institutionella ägare har aktien goda förutsättningar att kunna återspegla bolagets framtida potential.

### Analysguiden inleder bevakning med riktkurs 85 kr

### Systemair

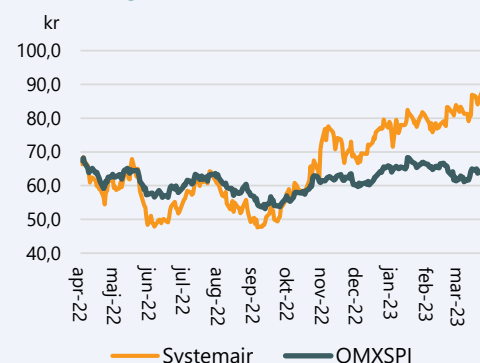
#### Initieringsanalys

Datum 17 april 2023  
Analytiker Philip Wendt

#### Basfakta

Bransch Industri  
Styrelseordförande Gerald Engström  
Vd Roland Kasper  
Noteringsår 2007  
Listning Nasdaq OMX LargeCap  
Ticker SYSR  
Aktiekurs 89,0kr  
Antal aktier, milj. 208  
Börsvärde, mkr 18 512  
Nettoskuld, mkr 2 834  
Företagsvärde (EV), mkr 21 346  
Webbplats <https://group.systemair.com/>

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022	2023p	2024p
Omsättning	8 519	9 635	12 236	12 603
Bruttoresultat	3556	3961	5057	5234
Rörelseres. (ebit)	677	770	1191	1280
Resultat f. skatt	564	742	1094	1196
Nettoresultat	411	544	788	885
Vinst per aktie	1,95 kr	2,61 kr	3,79 kr	4,25 kr
Utd. per aktie	0,97 kr	1,05 kr	1,10 kr	1,27 kr
Omsättningsstillväxt	-4,4%	13,1%	27,0%	3,0%
Bruttomarginal	41,7%	41,1%	41,3%	41,5%
Rörelsemarginal	7,9%	8,0%	9,7%	10,2%
Nettoskuld/eget kap.	0,5	0,5	0,5	0,4
Nettoskuld/ebitda	1,4	1,8	1,1	1,1
P/e-tal	43,0	30,2	21,6	19,3
EV/ebit	28,9	18,4	17,8	16,5
EV/omsättning	2,57	1,62	1,67	1,63
Direktavkastning	0,7%	1,3%	1,3%	1,6%

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringstes

### Avvakta köp

Systemairs volymvägda aktiekurs efter ny information som tillkommit i samband med kvartalsrapporten i mars är 86 SEK. Det är vad aktiemarknaden ansett aktien vara värd att köpa och sälja till. Vi utgår från detta värde vid utvärdering av aktien för att köpa eller sälja. Detta till skillnad mot senast betalt 92 SEK som kan variera kring publicering av denna rapport. Vilka förväntningar återspeglar dessa 86 SEK per aktie?

För innevarande år, som slutar sista april är förväntningarna för närvarande att bolaget har en vinst per aktie på 3,66. Nästa år är förväntningarna att den ökar till 4,09 per aktie. Ett genomsnitt för kalenderåret skulle då vara 3,95 SEK, vilket ger ett P/E-tal på 21,8 vid kurs 86. Vid jämförelse med senast betalt är P/E-talet 23,3. De senaste fem åren har det genomsnittliga P/E-talet varit 21,4 för det framåtblickande estimatet för vinsten per aktie. Vilket betyder att aktien sedan i mars volymviktat omsatts i nivå med den genomsnittliga värderingen över de senaste fem åren. Hur förhåller sig denna värdering till jämförbara bolag?

Vid en sammanställning av jämförbara bolags aktier med hög korrelation till Systemairs aktie noterar vi att värderingen ligger strax över genomsnittet av den historiska relativa värderingen till peers. Samtidigt är värderingen av peers också över de senaste årens nivå.

### Värdering något över de senaste årens nivå

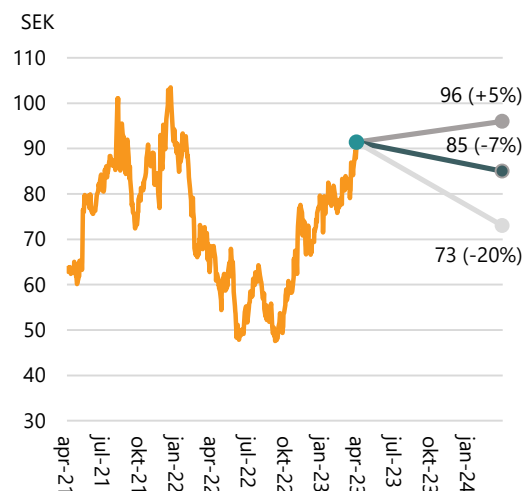
Aktien är därmed värderad i nivå med snittet över de senaste åren baserat på aktiemarknadens estimat för innevarande kalenderår. Visserligen också i nivå med peers, som dock handlas drygt tio procent över snittet de senaste åren. Perioden inkluderar en extrem period av utveckling på aktiemarknaden med pandemin och extrema svängningar i penningpolitiken. Är det motiverat att värderingen överstiger de senaste fem årens värdering?

Utsikterna för investeringar i energieffektiviseringar ser mycket gynnsamma ut på sikt men överskuggas av en halvering av bostadsbyggandet i Sverige i år. Osäkerheten om den europeiska konjunkturen är kompakt. Det kan finnas anledning att avvakta köp av Systemair tills värdering tar höjd för det närmaste halvårets osäkerhet.

Vi har stor tillförsikt i att Systemair är ett mycket välskött bolag med en tydlig ägare och en erfaren företagsledning, egna produktionsanläggningar som ger flexibilitet i planering av expansion och inte minst ett attraktivt kunderbudande baserat på en enhetlig produktionsplattform. Mycket stora initiativ för att öka energieffektiviteten har redan initierats i Europa och Nordamerika och de kommer att pågå i flera år framöver. I kombination med en aktiv förvävsstrategi ser vi att Systemair når sina mål om en försäljningstillväxt och rörelsemarginal på vardera tio procent. Med en rikt Kurs 85 SEK per aktie är förväntning rimligt diskonterade på sikt.

## Handlas till rimligt värde...

Aktiens uppsida/nedsida i tre olika scenarier



Källa: Analysguidens bull-, base och bearsenario

## ... men under jämförbara bolag

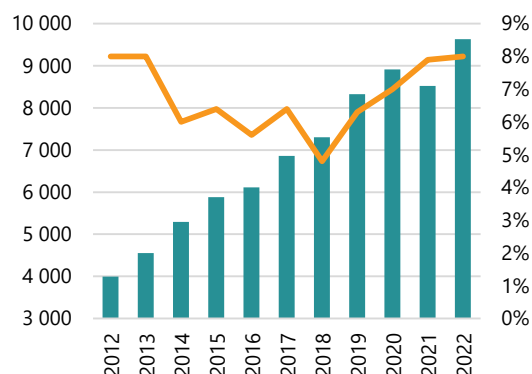
Värderingsmultiplar för jämförbara bolag sett till betavärdet (aktiens korrelation till marknaden)

Bolag	Börsvärde, miljoner	EV/sales 2023p	P/e 2023p	Beta 5 år
Lindab International AB	12 498	1,2	15,1	1,7
Addtech AB	52 475	3,1	37,4	1,5
Beijer Ref AB (publ)	88 085	3,1	42,2	1,6
Indutrade AB	84 521	3,2	32,8	1,5
Nibe Industrier AB	217 853	4,8	46,4	1,4
Johnson Controls Intern	408 003	1,8	16,3	1,2
Daikin Industries Ltd	522 920	1,8	26,0	1,1
Carrier Global Corp	381 982	1,9	17,2	
Munters Group AB	17 432	1,7	18,1	1,3
Lagercrantz Group AB	25 727	3,5	36,0	1,4
<b>Medel, jämförbolag</b>		<b>2,6</b>	<b>28,8</b>	<b>1,4</b>
<b>Systemair</b>	<b>19 134</b>	<b>1,8</b>	<b>25,1</b>	<b>1,4</b>

Källa: Bolaget, Refinitiv

## En historik med kvalitet

Nettoomsättning, mkr (vå), Rörelsemarginal (ebit, hö), 2012-2022



Källa: Bolaget

Not: Genomsnittstillväxt (CAGR) om 9,2% från 2012

## Verksamheten

### Affärsmodell

Systemair grundades 1974 i Skinnskatteberg av Gerald Engström. Till en början lanserades runda kanalfläktar som en första produkt för att förenkla installation och drift med en ny typ av effektiv fläkt. Verksamheten har med åren kompletterats till ett brett sortiment av energieffektiva lösningar för ventilation. I dag bedriver bolaget verksamhet i ett 50-tal länder med ca 7.000 anställda och har nått upp till en omsättning på drygt 12.000 MSEK. Den genomsnittliga försäljningstillväxten har sedan 2009 varit nio procent. Marknadstillväxten uppges av bolaget till fem procent. Därtill har förvärv kompletterat tillväxten.

Affärsidén är att skapa hälsosam inomhusluft. Efter pandemin har marknadens fokus ökat på inomhusluftens kvalitet och bolaget ser en ökad efterfrågan på ombyggnad och upprustning av existerande ventilationsanläggningar. Historiskt stod nybyggnation för den större delen av efterfrågan på ventilationsanläggningar, men de senaste åren har ombyggnation blivit en större andel av efterfrågan. Enligt bolaget är det inte någon väsentlig skillnad i lönsamheten på försäljning till nyproduktion eller ombyggnad.

Bolagets försäljning sker huvudsakligen i Europa varav en knapp femtedel av försäljningen sker i Norden. Det finns 27 produktionsanläggningar i 19 länder. Bolaget har som medveten strategi att äga sina produktionsanläggningar, vilket skapar flexibilitet vid expansion. Den organiska tillväxten bolaget själv skapat de senaste tio åren har uppgått till drygt fem procent. Genom en aktiv förvärvsstrategi har den totala försäljningstillväxten dock varit nästan dubbelt så stor.

### Ambition att växa med upp till tio procent per år

Med ökat fokus på luftkvalitet och energieffektivitet i ventilationsanläggningar ser Systemair att en tio-procentig tillväxttakt är fullt rimlig att fortsätta med. Bolagets målsättning de närmaste åren är att växa med dubbla marknadstillväxten genom förvärv och tagande av marknadsandelar. Under årets tre första kvartal var den organiska drygt tre gånger marknadstillväxten. Förmågan att leverera har vunnit bolaget många affärer i tider av brist på komponenter och störningar i leveranskedjor.

De största möjligheterna ser Systemair inom lösningar för ventilation inom bostäder med egna produkter och framtida förvärv. I dag motsvarar försäljning till detta segment 1.000 MSEK och här är ambitionerna som störst. Nya byggstandards och ökat fokus på att ersätta uppvärmning och kyla med luftvärmepumpar är särskilt spännande möjlighet. Sjukhus och andra vårdinrättningar med ökat fokus på luftkvaliteten är något bolaget har lång erfarenhet av. Bland annat för dessa ändamål förvärvades nyligen det italienska företaget SagiCofim vars filtreringsprodukter kompletterar Systemairs erbjudande. Ett ökat fokus på eftermarknad och service är också ett sätt att driva ökad, lönsam försäljning.

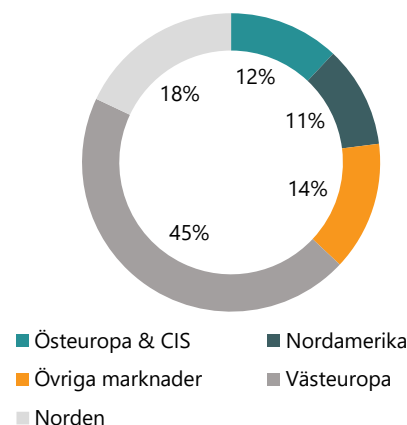
## Systemair med anor från 70-talet



Källa: Bolaget

## Västeuropa som största marknad

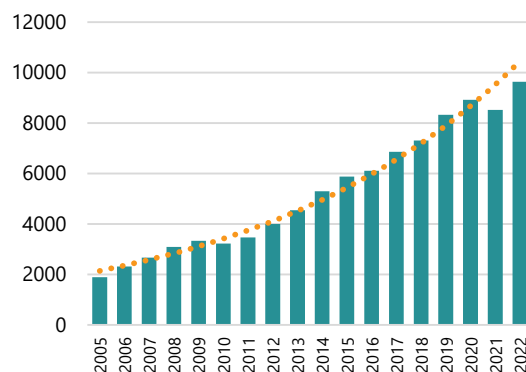
Omsättningsandel per region, 2022



Källa: Bolaget

## Tilltalande historisk tillväxt

Nettoomsättning, mkr, 2005-2022



Källa: Bolaget

Not: \*Orange linje är exp. trend ~10%/år

## Konsolidering av produktionsplattformar ger resultat

Bruttovinstmarginalen har i genomsnitt historiskt varit drygt 35 procent. Den var som högst 39,2 procent 2011 och som lägst 32,8 procent 2019. Trots ökade kostnader för råmaterial och energi har bruttovinstmarginalen de senaste kvartalen stabiliserats kring 34 procent. Efter en expansiv period av många förvärv var en av Roland Kaspers första uppgift som ny verkställande direktör 2014 att konsolidera dessa bolag och produktionsplattformar.

Fram till 2013 var rörelsemarginalen väl inom bolagets målsättning på tio procent. Från 2014 ökade utvecklingskostnader och konsolideringen till enhetlig produktionsplattform vilket innebar en lägre rörelsemarginal till 2020 då detta arbete i princip var genomfört.

Även avvecklingen av verksamheten i Ryssland har vägt på marginalen sedan sanktioner införts sedan 2014. Beroende på när bolagets ser det nödvändigt finns det risk för ytterligare nedskrivning av värdet på verksamheten i Ryssland. Där återstår det att hantera en total avveckling motsvarande 1,7 procent av bolagets omsättning, en produktionsanläggning, mark, en kassa och ett varulager på sammanlagt 184 MSEK. Exklusive eventuella ytterligare nedskrivningar av Ryssland bedömer vi att rörelseresultatet i år till uppgår till c:a 1.200 MSEK.

## Målsättning att nå tio procent rörelsemarginal

Försäljningskostnaderna i förhållande till omsättningen har historiskt varit 22 procent med hyfsat låg variation, +/- två procent. Administrationskostnaderna uppgår till 4,5 procent och är lägre de senaste åren än det historiska snittet. Bolagets målsättning är att på sikt nå en rörelsemarginal på tio procent. Senaste kvartalet var rörelsemarginalen 9,1 procent. Försäljningen av AC verksamheten till Panasonic förväntas lyfta resterande verksamhets rörelsemarginal med 0,4 procent. Givet att Systemair har stabil affärsmodell är målsättningen att nå upp till tio procent rörelsemarginal fullt rimlig.

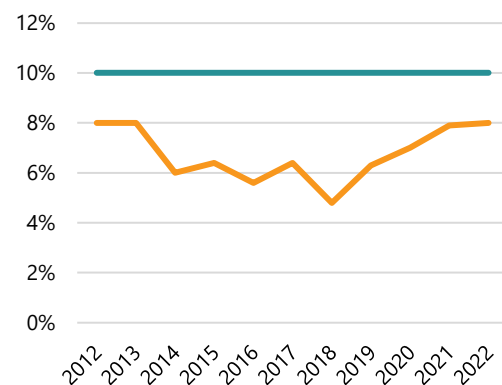
## Stark balansräkning väger upp för rörelsekapitalbehov

Räntetäckningsgraden är betryggande hög och nettoskuldsättning i förhållande till rörelseresultatet är låg. En räntebärande skuld på 2855 MSEK efter det tredje kvartalet kommer ytterligare att kunna amorteras ned efter försäljning av AC verksamheten och positivt kassaflöde under året. Våldigt påpassligt när räntorna stigit och bankerna börjat bli mer återhållsamma med utlåning. Efter ett marginellt negativt finansnetto med låg skuldsättning och en skatt på i snitt 26 procent är vinstmarginalen det senaste kvartalet lite över sju procent. Det är över föregående årsnivå och det historiska snittet på strax under sex procent.

## Leveransförmåga slår priskonkurrens

Leveransförmågan har betytt mycket för att ta affärer i år. Men det har också inneburit ett betungande högt rörelsekapital de senaste två åren. Enligt företagsledningen ser de att rörelsekapitalet kan komma att nå en normalisering mot slutet av nästa verksamhetsår. Rörelsekapitalet var på en nivå motsvarande 28 procent av försäljningen innan pandemin och steg kraftigt till över 30 procent efter pandemin

## Närmar sig succesivt marginalmålet



Källa: Bolaget

Not: Blå linje målsättning för rörelsemarginal (10%), orange linje faktiskt rörelsemarginal, 2012-2022

för att kunna ha leveransförmåga men också till följd stigande råvarupriser och svagare krona. De senaste två åren har ökningen av rörelsekapitalet överstigit årets resultat vilket förra året innebar att företaget fick ta upp nya lån.

Ett företag som växer har investeringar som överstiger avskrivningarna. De senaste åren har Systemair ökat investeringarna i förhållande till omsättningen med knappt en procent mer än vad de skrivit av. För 2023 är företagsledningens vägledning om investeringar varit förhållandevis låga, 310 MSEK. 2024 är inte fastställt ännu. Behov av utbyggnad av egna fabriker återkommer med en regelbundenhet om tre till fem år. Närmast står på tur, utbyggnad av fabriker i Litauen och USA.

## Positiv överraskning i senaste kvartalet

Bolaget har brutet räkenskapsår som börjar i maj och det tredje kvartalet som rapporterades i början av mars slutade sista januari i år. Systemair redovisade ett resultat som vida översteg förväntningarna. Aktien reagerade mycket positivt då egentligen både aktiemarknaden och företagsledningen överraskades av den starka utvecklingen. Kursuppgången på rapportdagen var hela sju procent. Bolagets framsynthet att ha leveranskapacitet när efterfrågan började öka igen efter pandemin förklarar huvudsakligen den starka rapporten och kursuppgången.

### Kraftigt ökad omsättning

Nettoomsättningen ökade under kvartalet med 33,6 procent till drygt tre miljarder. Det är en ökningstakt, rensat från förvärv och valutaeffekter, som är dubbelt så stor som föregående års tredje kvartal. Utöver den organiska tillväxten på drygt 22 procent, växte bolaget med positiva valutaeffekter och förvärv, tillsammans motsvarande ytterligare c:a elva procent.

Under det gångna året justerades prissättningen på bolagets produkter och tjänster ett flertal gånger och av den organiska tillväxten är lejondelen prishöjningar. Även i år har priserna justerats upp i januari med fem till sju procent.

Efterfrågan var god från samtliga huvudmarknader för bolaget. Ryssland, som tidigare utgjort en väsentlig del av verksamheten har nu minskat till endast 1,7 procent av omsättningen. Avveckling pågår.

Rullande tolv månaders omsättning uppgår nu till nästan tolv miljarder. Största marknaden är Europa, som visade den starkaste utvecklingen under kvartalet, med en omsättningsökning på över 50 procent, inklusive valuta och förvärv.

Näst största område, Norden ökade organiskt med nästan 14 procent. Efter pandemin har luftkvaliteten inomhus fått allt mer uppmärksamhet. Inte minst i publika miljöer som skolor och sjukhus. Ändrade byggstandard för egna hem i Nordamerika och omfattande miljöinvesteringar i Europa de närmaste åren borgar för god visibilitet och fortsatt hög ordergång för Systemair.

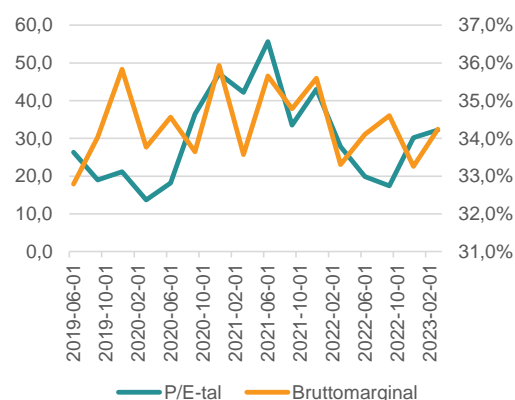
### Fördubblat rörelseresultat

Genomförda prishöjningar, högre beläggning i fabriker och minskade problem med försörjning av komponenter förklarar en fördubbling av rörelseresultatet till 277,5 MSEK mot föregående års tredje kvartal. Bruttomarginalen är stabil på 34,2 procent. Vilket är i nivå med genomsnittet efter pandemin.

Försäljnings- och administrationskostnader uppgår till 25,8 procent av nettoomsättningen. Det är 0,8 procent lägre än genomsnittet de senaste tre åren, men väl i nivå med vad vi räknar med framöver. Rörelsemarginalen under kvartalet uppgår till 9,1 procent (5,8) och rullande tolv månader till 7,4 procent (8,2).

Brutto- och rörelsemarginalen har stor betydelse för hur aktiemarknaden värderar bolaget. En hög marginal resulterar, allt annat lika i hög vinstmultiplikation. Eftersom en stor del av marginalförbättringen i

### P/E-talet följer bruttomarginalen



Källa: Bolaget, Refinitiv

kvartalet kommer av prishöjningar kan aktiemarknaden uppfatta nivån på marginalerna som mindre uthålliga på sikt, varför det kanske inte leder till högre vinstmultipel.

## Soliditet överstiger målsättning

Finansnettot visar ett större underskott jämfört med tidigare kvartal och är en funktion av valutaeffekter på långfristiga fordringar, lån och banktillgodohavande. Soliditeten, justerat eget kapital i förhållande till balansomslutningen, på 46,5 procent överstiger med god marginal, målsättningen om 30 procent. Periodens resultat är det näst bästa kvartalet sedan pandemin började på 164 MSEK och rullande tolv månader, 561,5 MSEK. Vinst per aktie uppgår till 2,70 att jämföra med senaste verksamhetsåret på 2,61.

Skattebelastningen uppgår till 22,6 procent och är lägre, mycket tack vare utnyttjande av förlustavdrag i enheter som tidigare redovisade förluster. Bolaget har i samband med kapitalmarknadsdagen i januari väglett analytikerna till en framtida nivå på 26 procent. Vilket vi också räknar med framöver.

Kassaflödet för kvartalet var positivt från den löpande rörelsen. En minskning av rörelsekapitalet bidrog marginellt positivt till kassaflödet. Rörelsekapitalet uppgår fortsatt till en hög procent av omsättningen. Företagsledningen ser en normalisering till slutet av 2023.

## Leveransförmågan avgörande

Leveransförmågan, med högt varulager har definitivt varit en konkurrensfördel under perioden. Kassaflödet från rörelsen efter förändring i rörelsekapitalet överstiger med råge periodens redovisade resultat. Ett tecken på att det är hög kvalitet på resultatet. Förutom i spåren av pandemin har kassaflödet historiskt överstigit periodens resultat. Ett sundhetstecken.

## Förvärv och avyttringar

Efter utgången av det tredje kvartalet har den tidigare aviserade avyttringen av den kommersiella luftkonditioneringsverksamheten till Panasonic slutförts. Panasonic har letat efter möjligheter att ta upp kampen med Mitsubishi och Daikin om den europeiska marknaden med egen "green-field" verksamhet när de i stället närmade sig Systemair och erbjöd sig köpa deras kommersiella luftkonditioneringsverksamhet.

Efter försäljning kommer Systemair att fortsätta vara samarbetspartner med Panasonic och använda deras produkter i erbjudandet men inte behöva stå för utvecklingskostnader av luftkonditionering. Vi ser det som mycket positivt att Systemair visar på flexibilitet i den strategiska inriktningen och fokuserar på ventilation. Verksamheten omsätter 69 MEUR och har 400 anställda. Det motsvarar 6,5 procent av Systemairs rullande omsättning på helår.

I pressreleasen i samband med att affären presenterades angavs att verksamheten avyttrats till ett bolagsvärde om 100 MEUR, på kassafri och skuldfri basis. I delårsrapporten framgick att tillgångar som innehas till försäljning netto uppgår till 645 MSEK. Avyttringen kommer att redovisas i rapporten för det fjärde kvartalet. Bolaget uppger att likviden kommer att minska de räntebärande skulderna. Vinstmarginalen för verksamheten ligger under den genomsnittliga nivån

för Systemairs verksamheter. Vilket, allt annat lika betyder lägre skuldsättning och högre marginaler för Systemair efter avyttring.

### **Två intressanta förvärv**

Bolaget har nyligen även gjort två intressanta förvärv. Förra sommaren köptes ett italienskt bolag med lång erfarenhet av filtrering och luftdistribution. Verksamheten omsätter 36 MEUR och har 200 anställda. Köpeskillingen på skuldfri basis uppgavs till 33,6 MEUR. I produktionsanläggningar i Milano tillverkas högeffektiva luftfilter av HEPA och ULPA klass. Dessa erbjuds nu i Geniox som därmed även kan filtrera luft och ge ytterligare kundnytta och merförsäljning.

I mars i år presenterades ett kompletterande förvärv av ett brittiskt bolag som är ledande inom brandgasevakuering för bostäder och kommersiella byggnader i Storbritannien. Systemair stärker därmed sin position på den brittiska marknaden inför introduktion av nytt regelverk för brandsäkerhet i bostäder som träder i kraft i år. Verksamheten omsätter 12 MGBP och har 57 heltidsanställda. Dels är det ett förvärv som kompletterar Systemairs utbud, dels är det en förstärkning av försäljningsorganisationen i Storbritannien. Kreativt!

*Delårsrapport för det fjärde kvartalet presenteras den 8 juni, kl 08.00.*

## Hållbarhet

Inom produktutveckling fokuserar Systemair på energibesparing och energieffektivitet. I EU är ”European Green deal” och ”Renovation wave” intressanta initiativ som kommer att öka efterfrågan på energieffektiva ventilationsprodukter, både för nybyggnation och renoveringsmarknad. Även i USA har det nyligen presenterats liknande initiativ med ökat fokus på energieffektivitet inom till exempel uppvärmning och nedkylning av bostäder med effektiva luftpumpar i stället för förbränning av fossila bränslen.

### Stora satsningar på energieffektiviseringar i Europa

I Europa är European Green Deal en uppsättning policyer och initiativ som föreslagits av Europeiska kommissionen 2019 för att omvandla EU till en mer hållbar ekonomi med låga koldioxidutsläpp. Initiativet syftar till att uppnå koldioxidneutralitet i EU till 2050 och att minska utsläppen av växthusgaser med minst 55 % till 2030 jämfört med 1990 års nivåer.

VVS-branschen (värme, ventilation och luftkonditionering) spelar en avgörande roll i EU:s Green Deal, eftersom den är ansvarig för en betydande del av energiförbrukningen och utsläppen av växthusgaser. VVS-sektorn måste därför anpassa sig till de nya krav och regler som ställs av initiativet för att säkerställa efterlevnaden av de nya miljöstandarderna.

Några av sätten som EU Green Deal påverkar VVS-branschen är:

**Energieffektivitet:** EU Green New Deal betonar energieffektivitet, och VVS-industrin förväntas tillhandahålla mer energieffektiva lösningar som minskar byggnaders totala koldioxidavtryck.

**Förnybar energi:** Initiativet syftar till att öka användningen av förnybara energikällor. VVS-branschen måste anpassa sig till den ökande användningen av förnybar energi i byggnader, som solpaneler eller geotermisk energi, för att minska beroendet av fossila bränslen.

**Minskning av koldioxidavtryck:** VVS-industrin kommer att behöva minska sitt koldioxidavtryck genom att implementera ny teknik och använda nya köldmedier med lägre global uppvärmningspotential.

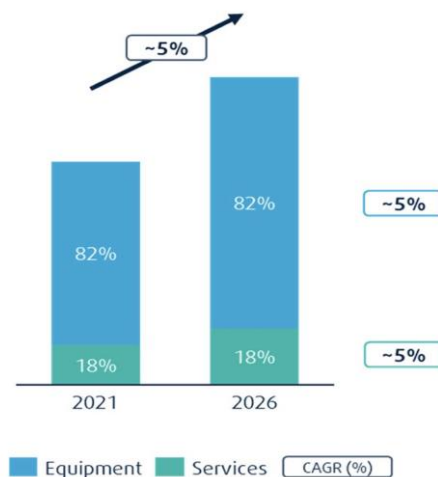
**Standarder och förordningar:** EU Green New Deal kommer att införa nya standarder och förordningar som VVS-branschen måste följa. Detta inkluderar krav på energimärkning, byggnormer och användning av hållbara material.

Sammanfattningsvis kommer EU Green Deal att avsevärt påverka VVS-branschen, vilket tvingar den att anpassa sig till nya regler, tekniker och standarder. VVS-branschen kommer att spela en avgörande roll för att uppnå EU:s miljömål, och det är väsentligt för branschen att prioritera hållbarhet för att förbli konkurrenskraftig i framtiden.

## Energieffektiviseringar driver tillväxt

Förväntad marknadsstillväxt för HVAC globalt (svenska VVS), 2021-2026

Global HVAC market

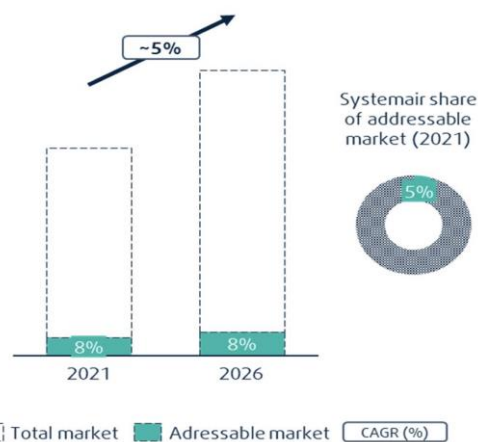


Källa: Bolaget

## Fem-procentig marknadsandel

Förväntad marknadsstillväxt för HVAC inom utrustning, 2021-2026. Systemair svarade 2021 för fem procent av marknaden

Global HVAC Equipment market



Källa: Bolaget

## Energieffektiviseringar får ökat fokus även i USA

Den amerikanska inflationsreduktionslagen från 2022 representerar ett omfattande investeringsprogram på motsvarande 1,5 procent av BNP i modernisering av det amerikanska energisystemet. US Department of Energys (DOE) preliminära bedömning finner att denna lag, i kombination med andra beslutade policyer och tidigare åtgärder, kommer att bidra till att driva utsläppen av växthusgaser (GHG) 2030 till 40 procent under 2005 års nivåer.

Lagstiftningen kan ge USA en viktig väg mot de övergripande klimatmål för 2030, och positionera USA för att halvera växthusgasutsläppen under 2005 års nivåer 2030. Exempel på fortsatta åtgärder inkluderar uppdateringar av standarder som driver energieffektivitet och minskad förorening från transport-, kraft-, byggnads- och industri-sektorerna.

Skatteincitament för effektivare bostäder och kommersiella byggnader, rabattprogram för hemeffektivitet och elektrifiering och finansiering för att hjälpa till med statliga och lokala byggnormer och efterlevnad är viktiga åtgärder för att minska inflationsreduktionslagen som kommer att minska direkta utsläpp från byggnader.

Många av dessa bestämmelser stödjer elektrifiering av byggnader med effektiv utrustning som drar fördel av lågkoldioxidelektricitet, såsom elektriska värmepumpar för uppvärmning, luftkonditionering och varmvatten<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> U.S. Department of Energy, Office of Policy

## Fördelning inom byggmarknaden

Förväntad fördelning i Europa inom byggmarknaden, 2022-2026

### Construction market - Buildings Europe



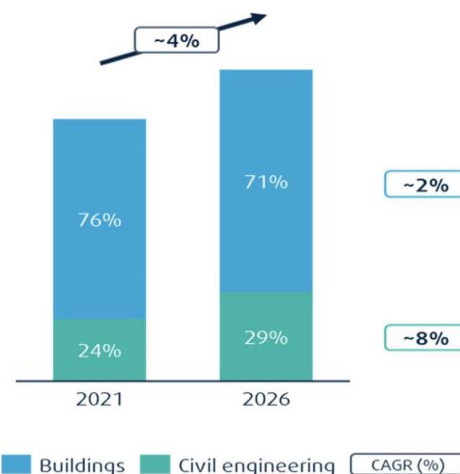
systemair  
Source: Euroconstruct

Källa: Bolaget

## Ingengörstjänster växer snabbare

Förväntad marknadstillväxt för byggmarknaden, 2021-2026

### European construction market



Källa: Bolaget

## Historia

Systemair är ett svenskt företag som grundades 1974 av Gerald Engström i Skinnskatteberg, Sverige. Engström hade en bakgrund inom VVS-branschen och såg en ökande efterfrågan på energieffektiva ventilationslösningar. Han grundade Systemair med målet att erbjuda högkvalitativa och energieffektiva ventilations-system för både bostäder och kommersiella byggnader.

Under 1980-talet började Systemair expandera internationellt och öppnade dotterbolag i flera europeiska länder. Företaget fortsatte att växa och utvidgade sin produktportfölj till att inkludera klimatanläggningar, brandventilation och luftkonditionerings-system.

Under 2000-talet har Systemair fortsatt att expandera globalt och har etablerat sig som en av de ledande tillverkarna av ventilationssystem och klimatanläggningar.

Företaget har öppnat flera nya produktionsanläggningar runtom i världen och har förvärvat flera andra företag inom branschen, vilket har bidragit till en ökad tillväxt.

Idag har Systemair verksamhet i mer än 50 länder och sysselsätter närmare 7000 anställda. Företaget är noterat på Stockholmsbörsen och fortsätter att vara en ledande aktör inom ventilation och klimatkontroll.

### Tydlig ägare

Färna Invest är huvudägare av Systemair med en ägarandel på 42,8 procent. Färna Invest ägs in sin tur av Systemairs grundare Gerald Engström. Bolaget är ett holdingbolag vars innehav även inkluderar RVM Systems i vilket Niklas Engström, son till Gerald Engström är VD. Niklas Engström sitter även i Systemairs styrelse sedan 2021.

ebm-papst AB är näst största ägare av Systemair. Ursprungligen var deras ägarandel 20 procent, men har genom ägarspridning 2020 sålt aktier och har nu 10,6 procent av kapitalet. De är de ursprungliga leverantörerna av fläktmotorer till Systemair. ebm-papst är en tysk tillverkare av fläktar, motorer och styrsystem för ventilation, värme och luftkonditionering (HVAC). Företaget grundades 1963 i Mulfingen, Tyskland, och har sedan dess vuxit till att bli en av världens ledande tillverkare av fläktar och motorer. Bolaget har ingen representation i Systemairs styrelse. Ej heller har de en representation i valberedningen.

De institutionella ägarna äger motsvarande lite drygt en tredjedel av kapitalet. Både Swedbank Robur och Alecta är representerade som ägare i valberedningen. Övriga ägare, c:a 5.500 ägare har c:a tolv procent av kapitalet.

### Grundare som största ägare

Fem största aktieägarna, % av kapital

Färna Invest AB (Gerald Engström)	42,8%
ebm-papst AB	10,7%
Swedbank Robur Fonder	9,8%
Övriga svenska ägare	24,7%
Övriga utländska ägare	12,0%

Källa: Holdings

## Bolagsstyrning

Systemair är ett svenskt företag som har en tydlig struktur för sin bolagsstyrning och syftar till att säkerställa att företaget drivs på ett ansvarsfullt, transparent och effektivt sätt.

Systemairs styrelse är ansvarig för bolagsstyrningen och består av fem till åtta ledamöter. Styrelsen utses av aktieägarna på bolagsstämman och de väljer själv ordförande. Styrelsen är ansvarig för att fastställa företagets övergripande strategi och mål, samt övervaka ledningens arbete och resultat. En avvikelse mot Koden för Bolagsstyrning värd att notera är att ebm-papst AB inte valt att ha en representation i valberedningen trots att de är näst största ägare.

Gerald Engström är styrelsens ordförande sedan 2016. Patrik Nölker med ett förflutet i ABB, Alimak och Atlas Copco är vice ordförande och tryggar därmed successionen. Även Niklas Engström, son till Gerald Engström och verksam i Färna Invest och finns med i styrelsen sedan 2021.

Systemair verkställande direktör, Roland Kasper, har en lång bakgrund inom ventilationsindustrin från Fläkt och ABB. Han är ansvarig för den dagliga driften av företaget och för att verkställa styrelsens beslut. Verkställande direktören rapporterar till styrelsen och är ansvarig för att leda företaget på ett sätt som är i linje med företagets strategi och mål.

För att säkerställa en effektiv bolagsstyrning har Systemair också ett antal interna kontrollsystem och rutiner på plats. Dessa inkluderar bland annat en riskhanteringspolicy, en intern kontrollpolicy och en uppförandekod för företagets anställda och ledning.

Systemairs bolagsstyrning är utformad för att balansera företagets behov av att driva en lönsam verksamhet med ansvar gentemot aktieägarna, anställda, kunder och samhället i stort. Genom att ha tydliga strukturer och rutiner på plats kan företaget säkerställa att det drivs på ett hållbart och ansvarsfullt sätt, vilket i sin tur kan bidra till att stärka förtroendet för företaget och dess verksamhet.

## Systemairs hållbarhetsmål



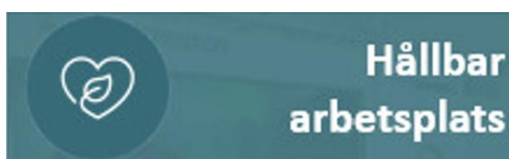
### Ansvarsfullt företagande

- Ansvarsfull och etisk verksamhet
- Nolltolerans för korruption
- Tar vårt ansvar i leverantörskedjan



### Hållbar verksamhet

- Minska våra växthusgasutsläpp
- Förbättra vår egen energieffektivitet
- Minska miljöpåverkan från vår verksamhet



### Hållbar arbetsplats

- Inga arbetsrelaterade skador
- Främja kompetens- och medarbetarutveckling
- Lika möjligheter och en inkluderande kultur



### Hållbara produkter

- Utveckla ledande energieffektiva lösningar
- Förbättra inomhusklimatet
- Livscykelperspektiv med klimat- och miljösmarta materialval

Källa: Bolaget

## Aktien

Det finns 208 miljoner aktier i Systemair. Aktien är sedan 2007 noterad på Stockholmsbörsen. De senaste åren på listan för de stora bolagen. Med ett senast betalt på 92 kronor handlas aktien till ett börsvärde på 19,1 miljarder kronor. Aktiekursen har dubblats från botten efter pandemins utbrott. Det är betydligt bättre än för Stockholmsbörsen. Aktiemarknaden har insett betydelsen av kvalitén på inomhusluft efter pandemin och vilken roll Systemair spelar för denna. Den genomsnittliga årliga totalavkastningen för aktien sedan börsintroduktionen 2007 har varit 11,5 procent.

Antalet aktieägare uppgår till 6.200, varav de mindre aktieägarna, c:a 4.000 utgör knappt 0,3 procent av kapitalet. Färna Invest och ebm-papst äger drygt hälften av bolaget. ebm-papst hade ursprungligen 21,3 procent, men valde när aktiekursen var 45 kronor sommaren 2020 att halvera sitt innehav. Den ökade ägarspridningen var i kombination med stark börs väldigt positivt för aktien. Aktiekursen och omsättningen i aktien dubblades påföljande år.

Utöver de 208 miljoner aktierna finns även teckningsoptioner som ställts ut inom ett incitamentsprogram under 2021 och 2022 på motsvarande 1,1 miljoner aktier. Då lösenpriset på 58,30 understiger aktiekursen är det rimligt att räkna med en halv procents utspädning vid beräkning av antalet aktier.

### Största fonderna ökar i aktien

De största institutionella ägarna med Swedbank Robur i spetsen äger en dryg tredjedel av aktierna. Det utländska ägandet av bolagets aktier har de senaste tre åren varit konstant tolv procent. Bland de institutionella ägarna har SHB, Swedbank, Öhman samt amerikanska Vanguard ökat sina innehav den senaste tiden medan Alecta och SEB minskat på sitt innehav i Systemair. Av insiders noteras inga affärer.

### Systemair väger med en halv procent i småbolagsindex

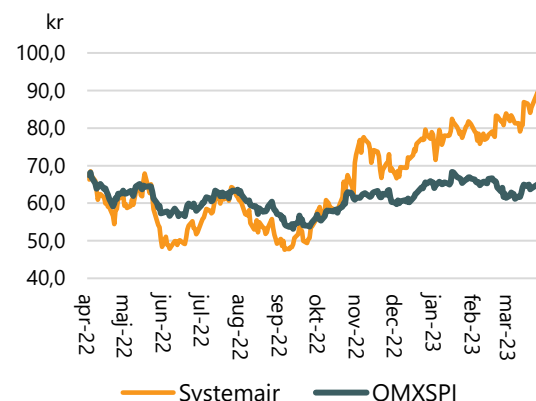
Till följd av att en stor del av aktierna ägs av Färna Invest och ebm-papst räknas dessa inte i beräkningen av Systemairs vikt i index för Stockholmsbörsen. Den sk free-floaten, hur många aktier som är tillgängliga och räknas med i index, är bara 46 procent. Indexvikten för aktien i storbolagsindex (SAX) är 0,17 procent och Carnegie Small Cap index 0,5 procent. Aktien är en favorit bland förvaltarna av småbolagsfonder och återfinns i flera av de mest framgångsrika fonderna.

### Fördubblad aktieomsättning de senaste tre åren

I genomsnitt omsätts det 72.000 aktier per dag på Stockholmsbörsen. Efter ägarspridningen av ebm-papst aktier har antalet omsatta aktier fördubblats de senaste två åren. Aktien har haft stora svängningar de senaste åren och volatiliteten i aktien är hög, 35 procent. Visserligen högre än Atlas Copco, men inte mycket högre än t ex SKF. Hittills i år är det volymvägda snittpriset 81,5 kronor. Det återspeglar vad investerare i snitt ansett aktien vara värd under 2023 och kan ge vägledning för var det finns stöd för aktiekursen. Efter den senaste kvartalsrapporten 9 mars är det volymvägda snittpriset på 86 kronor något högre efter det att ny information tillkommit.

## Utklassat index under senaste året

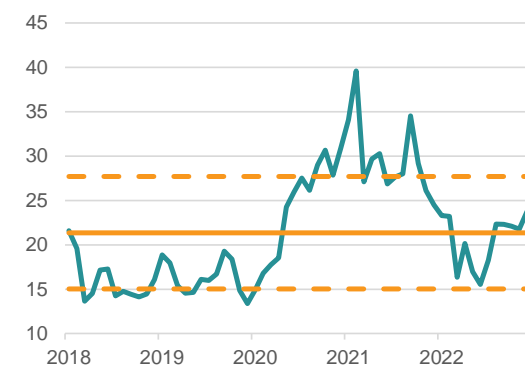
### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

## Framåtblickande P/E-tal över snittet

P/E-tal på framåtblickande tolv månader

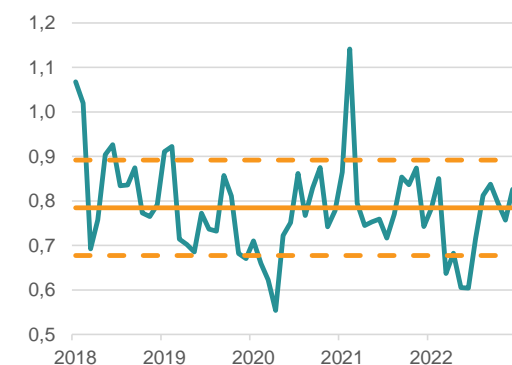


Källa: Refinitiv

Not: P/E-tal mot 5-års snitt, samt +/-1 standardavvikelse

## Relativt P/E-tal (NTM) mot peers

P/E-tal på framåtblickande tolv månader i relation till peers



Källa: Refinitiv

Not: relativt P/E-tal mot 5-års snitt, samt +/-1 standardavvikelse

## Inte låga förväntningar på aktien

Priset för aktien är vad du betalar, värdet eller förväntad avkastning är vad du får. En hög aktiekurs i förhållande till bolagets intjäningsförmåga riskerar att leda till låg avkastning i förhållande till andra investeringsalternativ. På motsvarande sätt kan en hög avkastning uppnås om du köper en aktie med låga förväntningar. Systemairs aktiekurs är förhållandevis hög i relation till intjäningsförmågan på kort och lång sikt. Men det gäller flertalet intressanta aktier som just nu tilldrar sig stort intresse tack vare att deras verksamhet bidrar till energieffektiviseringar. Det vi inte kan bortse från är att den underliggande konjunkturen nu försvagas i allt snabbare takt och att detta utgör den kanske största risken i aktier med höga förväntningar.

## Dubbla marknadstillväxten genom förvärv

Vid en diskontering av ett långsiktigt scenario räknar vi med att Systemair växer med marknadstillväxten på fem procent och med förvärv som dubblar den takten de närmaste åren. De förvärvade bolagen antas anskaffas till en multipel som motsvarar vad Systemair betalat för de senaste förvärven. Det motsvarar en EV/sales på 0,9. Efter de närmaste fem årens tillväxttakt på tio procent följer ett antagande om normalisering till marknadstillväxt.

## Marginell expansion av marginalerna

Med en konsolidering till enhetlig produktionsplattform för det olika fabrikena är det ingen utmaning att anta att bolaget når en lönsamhet i nivå med företagets målsättning på tio procent rörelsemarginal från dagens 9,5 procent. En eventuell ytterligare nedskrivning av verksamheterna i Belarus och Ryssland skall inte uteslutas, men det får ingen större betydelse på det diskonterade nuvärdet av de framtida kassaflödena.

## Rörelsekapitalet bör normaliseras nästa år

Vidare räknar vi med en normalisering av rörelsekapitalet under det närmaste året efter en period av onormalt högt behov av framför allt varulager. Leverantörskedjor i många industrier ser redan nu ut att vara mer normala. Investeringsbehovet är större när nya fabriker behöver byggas ut.

## Positivt kassaflöde och stark balansräkning ger handlingsfrihet

Under den närmaste prognosperioden räknar vi med en investeringsnivå i förhållande till omsättningen strax över avskrivningarna. Nettoskuldssättningen ger gott om flexibilitet att fortsätta en förvärvsdriven tillväxt och samtidigt ge en utdelningstillväxt som vi bedömer de närmaste åren till drygt 20 procent årligen. Det sammanlagda diskonterade värdet på bolag ger i dag ett värde på 82 SEK per aktie.

## Scenarioanalys

**Bull case** 96 SEK per aktie där företagsledningen lyckas med att utöver en marknadstillväxt på fem procent, genom förvärv addera ytterligare fem procent tillväxt per år fram till 2038. Det är inte omöjligt med tanke på att marknadsandelarna i utgångsläget är förhållandevis små. Det bör poängteras att Systemair sedan 2009 faktiskt växt med nio procent per år i snitt. En konsolidering till en ny produktionsplattform med ny funktionalitet och rationell produktionsekonomi ökar sannolikheten för att Systemair når upp till målsättning om tio procent rörelsemarginal. Roland Kasper med ledningen har kunnat visa på god förmåga att integrera nya förvärv i verksamheten. Rörelsekapitalbehov minskar i förhållande till omsättningen, vilket har stor betydelse för kassaflödet.

**Base case** 85 SEK per aktie bygger på en svag inledning med svag byggkonjunktur och fallande ventilationsinstallationer i Norden under det närmaste verksamhetsåret. Bolaget fortsätter sina förvärv och når med en marknadstillväxt i Europa och Nordamerika en tillväxt på tio procent kommande år. Därefter en tillväxt i nivå med marknaden. Marginaler antas vara oförändrade, men högre för jämförbara enheter. En stor effekt antas genom att rörelsekapitalbehovet minskar då leverantörskedjorna normaliseras. Bolaget har varit väldigt skickliga på att anpassa rörelsekapital.

**Bear case** 73 SEK per aktie är lågkonjunkturen ett faktum med fallande byggkonjunktur och ett svagt första halvår som har negativ försäljningstillväxt, följt av oförändrad försäljningstillväxt året därpå. Marginalerna är oförändrade medan rörelsekapitalbehovet normaliseras.

Förklaringen till den något högre aktiekursen än det långsiktigt motiverade värdet står att finna i att flertalet fonder upptäckt bolaget och att inflöde i fonderna ger en god efterfrågan på aktien.

Samtidigt är värderingen av bolaget inte utmanande om aktien ställs i relation till andra jämförbara bolags värderingar. Att Systemair tillhör kategorin bolag som är verksamma inom energieffektivisering har stor betydelse för de fonder som just nu tilldrar sig inflöden. För att kunna förklara dagens aktiekurs på drygt 82 SEK diskonterar aktiemarknaden sannolikheten för ett bear case till under 20 procent och base/bull scenario till över 80 procent.

## Aktien handlas 15 procent över medianvärderingen

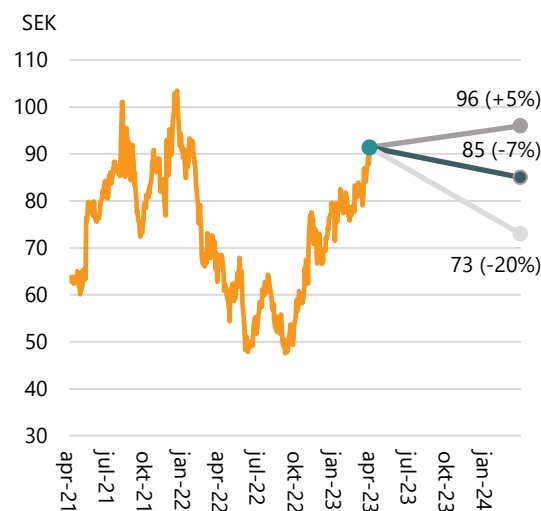
Värderingsmått	Nuvarande	Historisk (5Y) percentile
Enterprise Value / Sales	0,7	87%
P/E-tal (LTM)	32,2	63%
P/E-tal (FY1)	23,74	65%
Relativt fwd P/E-tal mot peers	0,83	65%
Pris / Bokfört värde	3,9	68%
Direktavkastning	1,04	63%
Enterprise Value / EBITDA (FY1)	12,95	67%
<b>Median</b>		<b>65%</b>

Källa: Refinitiv

Not: Ur tabellen framgår att Systemair på medianen handlas 15 procent över för ovan utvalda värderingsmultiplar de senaste fem åren.

## Bull case vill till för större uppsida

Aktiens uppsida/nedsida i tre olika scenarier



Källa: Analysguidens bull-, base och bearsenario

## Känslighetsanalys

Med utgångspunkt för värdering av Systemair till 85 SEK per aktie gör vi en bedömning att förändringar i antagande om långa räntan får störst genomslag. Skulle Systemair inte göra några förvärv utan "bara" växa med marknadstillväxt de närmaste fem åren sjunker det diskonterade värdet till under 70 SEK. Skulle rörelsemarginalen inte vara uthållig på tio procent, utan i nivå med den historiska åtta procent, faller det motiverade värdet till 68. I värsta fall sker båda och då är det motiverade värdet under 60.

Om inte rörelsekapitalet kommer ner från dagens höga 30 procent till en lägre nivå innebär det ett par kronor lägre värdering. Stigande räntor skulle innebära att det motiverade värdet sjunker till 70 SEK om den långa räntan stiger med 50 baspunkter till 2,70 procent. Stabila marginaler och låg skuldsättning borde innebära att riskpremien på aktien sjunker på sikt. Ett beta i dag på 1,4 som sjunker till 1,2 ger drygt tio kronor högre värdering. Dock är Systemair beta i dag på samma nivå som för jämförbara bolag.

## Systemair handlas till lägre multiplar än peers

Bolag	Börsvärde, miljoner	Land	Kursutv, i år	Kursutv, 1 år	EV/sales 2023p	EV/sales 2024p	EV/ebit 2023p	EV/ebit 2024p	P/e 2023p	Beta 5 år	Dir. avk. 2023p
Lindab International AB	12 498	Sverige	24%	-30%	1,2	1,2	14,1	12,3	15,1	1,7	3,3%
Addtech AB	52 475	Sverige	35%	13%	3,1	2,9	27,7	27,6	37,4	1,5	0,9%
Beijer Ref AB (publ)	88 085	Sverige	35%	18%	3,1	2,9	31,2	28,2	42,2	1,6	0,5%
Indutrade AB	84 521	Sverige	10%	-2%	3,2	3,1	25,4	24,4	32,8	1,5	1,1%
Nibe Industrier AB	217 853	Sverige	25%	15%	4,8	4,4	31,6	28,6	46,4	1,4	0,5%
Johnson Controls Interr	408 003	USA	-10%	-4%	1,8	1,7	14,7	13,2	16,3	1,2	2,5%
Daikin Industries Ltd	522 920	Japan	13%	12%	1,8	1,7			26,0	1,1	0,9%
Carrier Global Corp	381 982	USA	7%	9%	1,9	1,9	13,8	12,9	17,2		1,7%
Munters Group AB	17 432	Sverige	-9%	72%	1,7	1,4	15,4	11,5	18,1	1,3	1,0%
Lagercrantz Group AB	25 727	Sverige	24%	24%	3,5	3,2	24,0	22,8	36,0	1,4	1,0%
<b>Medel, jämförbolag</b>			<b>16%</b>	<b>13%</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>22,0</b>	<b>20,2</b>	<b>28,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3%</b>
<b>Systemair</b>	<b>19 134</b>	<b>Sverige</b>	<b>27%</b>	<b>39%</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>18,9</b>	<b>17,4</b>	<b>25,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0%</b>

Källa: Refinitiv. Nyckeltalen bygger på analytikerkollektivets prognoser

## Resultaträkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
Nettoomsättning	6 113	6 864	7 301	8 327	8 915	8 519	9 635	12 236	12 603	13 863
Kostnad sålda varor	-4 010	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 366	-7 562	-8 318
Bruttoresultat	2 102	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 319	4 870	5 041	5 545
Administrationskostnader	-337	-365	-361	-389	-424	-428	-438	0	0	0
Försäljnings- och administrationskostnader	-1 400	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-2 078	-3 181	-3 277	-3 604
FoU-kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övrigt, netto	-21	-9	-51	15	-46	6	-34	-58	-60	-79
<b>Resultat före avskrivningar (ebitda)</b>	344	439	350	528	626	677	770	1 631	1 704	1 862
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	-439	-425	-416
<b>Ebita</b>	344	439	350	528	626	677	770	1 191	1 279	1 446
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	1 191	1 279	1 446
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ebit exkl. extraordinära poster</b>	344	439	350	528	626	677	770	1 191	1 279	1 446
Finansnetto	-37	-29	-16	-70	-82	-113	-28	-97	-84	-50
<b>Resultat före skatt</b>	307	410	333	458	544	564	742	1 094	1 195	1 396
Skatter	-100	-116	-103	-137	-158	-153	-197	-306	-311	-349
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	4	4	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	207	294	230	320	389	415	545	788	885	1 047

## Balansräkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Byggnader & mark	925	966	1 157	1 162	1 115	1 133	1 298	2 125	2 078	2 078
Övriga materiella anläggningstillgångar	348	448	566	608	873	986	1 028	14	14	14
Goodwill	622	691	759	847	820	736	889	889	889	889
Övriga immater. anläggningstillgångar	189	193	217	265	248	211	216	257	247	237
Övriga anläggningstillgångar	181	201	240	268	255	238	194	108	651	1 224
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	2 265	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 624	3 393	3 879	4 442
Varulager	1 105	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	2 225	2 814	2 142	2 357
Kundfordringar	1 123	1 252	1 462	1 685	1 556	1 598	1 975	2 447	2 269	2 495
Övriga omsättningstillgångar	153	199	182	217	283	300	312	344	364	402
Likvida medel	177	242	213	250	378	319	336	468	1 300	1 185
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	2 558	2 863	3 256	3 662	3 789	3 654	4 848	6 073	6 075	6 439
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	4 823	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 466	9 954	10 881

## Eget kapital & skulder

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
Eget kapital	2 108	2 381	2 620	2 839	3 065	3 305	3 815	4 336	4 994	5 716
Minoritetsintressen	0	0	0	0	20	25	38	38	38	38
<b>Summa eget kapital</b>	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	4 374	5 032	5 754
Långfristiga räntebärande skulder	197	319	691	1 070	942	847	1 066	1 066	1 066	1 066
Pensionsavsättningar	59	62	75	86	89	75	79	79	79	79
Övriga långfristiga skulder	180	197	201	202	361	389	362	390	340	331
<b>Summa långfristiga skulder</b>	435	578	966	1 359	1 392	1 311	1 507	1 535	1 485	1 476
Kortfristiga räntebärande skulder	1 309	1 236	1 283	1 176	1 052	628	1 040	882	882	882
Leverantörsskulder	492	574	674	747	666	748	983	1 224	1 134	1 248
Övriga kortfristiga skulder	458	591	652	690	905	938	1 089	1 452	1 421	1 522
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	2 259	2 402	2 609	2 613	2 624	2 314	3 112	3 557	3 437	3 651
<b>SUMMA EGET KAPITAL &amp; SKULDER</b>	4 802	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 466	9 954	10 881

## Kassaflöden (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
Rörelseresultat före avskrivningar	522	626	554	761	1 038	1 092	1 190	1 641	1 715	1 872
Rörelsekapitalförändring	-161	18	-174	-150	57	136	-714	-666	711	-290
Övriga poster	-192	-180	-156	-225	-250	-234	-241	-296	-302	-339
<b>Kassaflöde löpande verksamheten</b>	169	464	224	387	844	994	235	680	2 124	1 243
Investeringar	-147	-148	-377	-211	-170	-418	-301	-367	-378	-416
<b>SUMMA FRITT KASSAFLÖDE</b>	22	317	-153	176	674	576	-65	313	1 746	827
Förvärv & avyttringar	-65	-134	-105	-110	-65	-25	-215	125	-567	-595
Utdelning	-104	-104	-104	-104	-104	0	-158	-228	-265	-325
Finansiering, nya lån och amortering	158	-31	323	266	-363	-557	433	-108	-94	-60
<b>Likvida medel</b>	177	242	213	250	378	319	336	468	1 300	1 185
<b>Nettoskuld (neg = nettokassa)</b>	1 329	1 401	1 838	2 081	1 981	1 540	2 218	1 480	648	763

Källa: Bolaget och våra prognoser

## 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