

## Inför Kv1 2023/2024

### Lägre tillväxttakt

Systemair redovisar resultat för det första kvartalet torsdagen den 31 augusti. Samma dag håller bolaget årsstämma i Skinnskatteberg.

Bolaget har brutet räkenskapsår som slutar i april 2024. De förväntas inleda verksamhetsåret med en försäljningsökning på 4–8 procent över föregående års första kvartal. Det motsvarar en halverad tillväxttakt mot föregående kvartal då den organiska tillväxten nådde 13 procent. Koncensus för försäljningen i det första kvartalet ligger på 3 031 MSEK mot 2 849 MSEK för ett år sedan.

Företagsledningen signalerade i juni att det såg en något avtagande orderingång. Analytiker som följer bolaget har reviderat prognoserna till en lägre tillväxttakt som nu endast återspeglar marknadstillväxten för Systemairs produkter. Variationen i analytikernas prognoser är påfallande låg. Här finns potential till positiv överraskning då tillväxttakten förmodligen inte fallit särskilt mycket från föregående kvartal.

### Låga förväntningar

Systemair har över flera år visat på stabila bruttomarginaler. För årets första kvartal väntas bruttomarginalen förbättrats något mot nivå under föregående kvartal. Komponentkostnadsutvecklingen har avtagit medan lönekostnadsutvecklingen stigit. Rörelsemarginalen för kvartalet förväntas vara 9,5 procent, något under målsättningen om tio procent. Koncensusprognosen är att bolaget redovisar ett högre rörelseresultat mot föregående års första kvartal, 279 MSEK (270). Men ett lägre resultat före skatt, 246 MSEK (266) till följd av högre räntekostnader. Vinst per aktie beräknas till 0,91 SEK (1,04).

### Högre andel kassaflöde i förhållande till vinsten

Lagerbindningen har varit hög i spåren av pandemin. Under innevarande verksamhetsår är det rimligt att räkna med en normalisering av kapitalbindning i varulager. För kassaflödet kan det vara den mest avgörande faktorn under innevarande år. Vår prognos är att kassaflödet före eventuella förvärv i år kommer att överstiga den redovisade vinsten. Ett mått på hög kvalitet av hur verksamheten bedrivs.

### Ökat fokus på organisk tillväxt ger högre lönsamhet

Trots stor osäkerhet kring bostadsbyggandet i Norden ser företagsledningen att ett ökat fokus på luftkvaliteten inomhus och energieffektiviseringar driver på försäljningstillväxten för kommande verksamhetsår som beräknas till 5–6 procent. Den historiska tillväxttakten för Systemair har varit den dubbla marknadstillväxten. En försiktigare expansionstakt under rådande marknadsförutsättningar med ökat fokus på organisk tillväxt med egna expansionsinvesteringar, modularisering, produktutveckling och minskad kapitalbindning ger mycket goda förutsättningar för att nå lönsamhetsmålen i år.

### Systemair

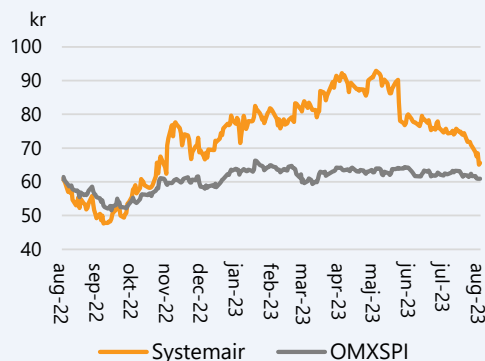
#### Rapportkommentar – inför rapport Q1 2023/2024

Datum 21 augusti 2023  
Analytiker Philip Wendt

#### Basfakta

Bransch Industri  
Styrelseordförande Gerald Engström  
Vd Roland Kasper  
Noteringsår 2007  
Listning Nasdaq OMX LargeCap  
Ticker SYSR  
Aktiekurs 68,0kr  
Antal aktier, milj. 208  
Börsvärde, mkr 14.227  
Nettoskuld, mkr 1.834  
Företagsvärde (EV), mkr 21.346  
Webbplats <https://group.systemair.com/>

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022	2023	2024p
Omsättning	8 519	9 635	12 058	12 603
Bruttoresultat	3556	3961	4 109	5234
Rörelseres. (ebit)	677	770	1 401	1280
Resultat f. skatt	564	742	1 294	1196
Nettoresultat	411	544	1 044	885
Vinst per aktie	1,95 kr	2,61 kr	5,02 kr	4,25 kr
Utd. per aktie	0,75 kr	0,90 kr	1,10 kr	1,27 kr
Omsättningstillväxt	-4,4%	13,1%	25,2%	4,5%
Bruttomarginal	41,7%	41,1%	34,1%	41,5%
Rörelsemarginal	7,9%	8,0%	11,6%	10,2%
Nettoskuld/ eget kap.	0,5	0,5	0,3	0,1
Nettoskuld/ebitda	1,4	1,8	1,1	0,6
P/e-tal	43,0	30,2	16,9	15,4
EV/ebit	20,3	27,3	19,3	11,8
EV/omsättning	2,57	1,62	1,46	1,20
Direktavkastning	0,7%	1,3%	1,7%	1,9%

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringstes

### Köpvärd

Aktiekursen föll efter kvartalsrapporten i juni på företagsledningens utsikt om avtagande orderingång. Till en början från en övervärderad nivå på 90 SEK och sen ner till en mer rimlig nivå på 75. Kursfallet har tilltagit under augusti och återspeglar det som aktiemarknaden i stort lider av, stigande räntor. Aktien handlas nu på 65 SEK, lägst i år.

Systemairs volymvägda aktiekurs efter kvartalsrapporten i juni, 77 SEK är betydligt högre än de 65 SEK den nu handlas till. Inga större poster har omsatts under 70. Precis som aktiekursen steg mot 94 i våras utan någon omsättning att bekräfta den nya högre nivån har aktien fallit till årslägst på obefintlig omsättning som inte bekräftar denna nya lägre nivå.

### Högre diskonteringsränta

Vår tidigare scenarioanalys baserades på en diskonteringsränta som var betydligt lägre i våras. När vi satte vår första riktkurs för Systemair på 85 SEK var räntan på den svenska tioåriga obligationen 2,30 procent. Den har nu stigit till 2,85. Den högre diskonteringsräntan, allt annat lika förklara en lägre riktkurs med 12 SEK. Vi anser det rimligt att revidera upp antagandet för den tioåriga riskfria obligationen i diskonteringsräntan till 2,55 vilket ger en ny riktkurs på 73. Detta utan att ändra på några av antaganden vi har för Systemairs försäljning, resultat eller kapitalbindning. Den aktuella nivån på räntan, 2,85 förklarar i stort dagens aktiekurs på 65.

För innevarande år, som slutar sista april 2024 är förväntningarna för närvarande att bolaget har en vinst per aktie på 4,0 SEK. Vid jämförelse med senast betalt är P/E-talet 16,8. De senaste fem åren har det genomsnittliga P/E-talet varit 21,4 för det framåtblickande estimatet för vinsten per aktie. Den lägre värderingen skall ses mot bakgrund av att försäljningstillväxten kulminerat. Ofta betyder det att investerare i aktien som ägt den för tilltagande tillväxten nu lämnat och sålt. Aktien behöver nu bli så pass lågt värderad att en ny kategori investerare attraheras för att kursen skall lyfta. Det betyder ett ökat fokus på lönsamheten från aktiemarknaden.

### Köpvärd trots sänkt riktkurs

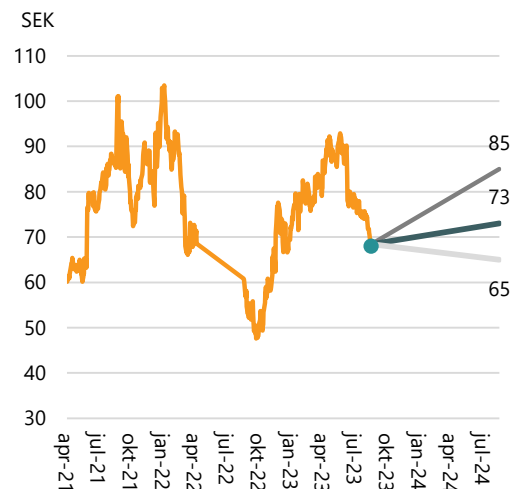
Utsikterna för investeringar i energieffektiviseringar ser mycket gynnsamma ut på sikt men överskuggas av en halvering av bostadsbyggandet i Sverige i år.

Vi har stor tillförsikt i 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 kunderbjudande 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 förvärvsstrategi räknar vi med att Systemair på sikt når sina mål om en försäljningstillväxt och rörelsemarginal på vardera tio procent. Med en riktkurs 73 SEK per aktie är förväntning rimligt diskonterade på sikt. Aktien är köpvärd.

## Handlas till rimligt värde...

Aktiens uppsida/nedsida i tre olika scenarier



Källa: Analysguidens bull-, base och bearsenario

## Svag kursutveckling relativt peers

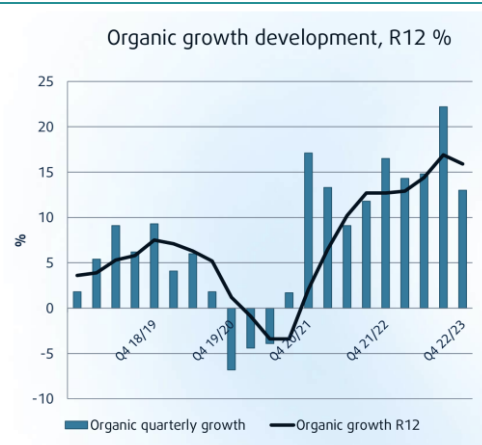
Värderingsmultiplar för jämförbara bolag

Bolag	Kursutv, i år	EV/EBIT FY1p	P/E FY1p	Dir. avk. 2023p
Lindab International AB	21%	13,4	13,6	3,4%
Munters Group AB	23%	16,9	20,3	0,8%
Beijer Ref AB (publ)	-7%	17,4	26,4	0,8%
Lennox International Inc	48%	17,9	21,2	1,2%
Nibe Industrier AB	-17%	20,0	29,0	0,8%
Watsco Inc	40%	19,6	24,4	2,9%
Johnson Controls	-6%	15,3	16,7	2,5%
Carrier Global Corp	30%	16,0	20,2	1,4%
Trane Technologies PLC	19%	18,0	22,3	1,5%
Daikin Industries Ltd	21%		24,9	1,0%
<b>Genomsnitt</b>	<b>17%</b>	<b>17,2</b>	<b>21,9</b>	<b>1,6%</b>
<b>Systemair AB</b>	<b>-9%</b>	<b>12,6</b>	<b>15,9</b>	<b>1,7%</b>

Källa: Bolaget, Refinitiv

## Tillväxttakten kulminerar

Försäljningstillväxt i % rullande 12 månader, 2018-2023



Källa: Bolaget

## 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	12 603	13 863
Kostnad sålda varor	-4 010	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 949	-7 562	-8 318
Bruttoresultat	2 102	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 319	4 109	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	-3 035	-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	326	-60	-79
<b>Resultat före avskrivningar (ebitda)</b>	344	439	350	528	626	677	770	1 401	1 704	1 862
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	-425	-416
<b>Ebita</b>	344	439	350	528	626	677	770	1 401	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	1 401	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	1 401	1 279	1 446
Finansnetto	-37	-29	-16	-70	-82	-113	-28	-107	-84	-50
<b>Resultat före skatt</b>	307	410	333	458	544	564	742	1 294	1 195	1 396
Skatter	-100	-116	-103	-137	-158	-153	-197	-250	-311	-349
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	4	4	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	207	294	230	320	389	415	545	1 044	885	1 047

## Balansräkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Byggnader & mark	925	966	1 157	1 162	1 115	1 133	1 298	2 526	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	989	889	889
Övriga immater. anläggningstillgångar	189	193	217	265	248	211	216	291	247	237
Övriga anläggningstillgångar	181	201	240	268	255	238	194	166	651	1 224
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	2 265	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 624	3 986	3 879	4 442
Varulager	1 105	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	2 225	2 459	2 142	2 357
Kundfordringar	1 123	1 252	1 462	1 685	1 556	1 598	1 975	2 738	2 269	2 495
Övriga omsättningstillgångar	153	199	182	217	283	300	312	107	364	402
Likvida medel	177	242	213	250	378	319	336	344	1 300	1 185
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	2 558	2 863	3 256	3 662	3 789	3 654	4 848	5 647	6 075	6 439
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	4 823	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 633	9 954	10 881

## 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	5 266	4 994	5 716
Minoritetsintressen	0	0	0	0	20	25	38	7	38	38
<b>Summa eget kapital</b>	2 108	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 854	5 273	5 032	5 754
Långfristiga räntebärande skulder	197	319	691	1 070	942	847	1 066	672	1 066	1 066
Pensionsavsättningar	59	62	75	86	89	75	79	25	79	79
Övriga långfristiga skulder	180	197	201	202	361	389	362	235	340	331
<b>Summa långfristiga skulder</b>	435	578	966	1 359	1 392	1 311	1 507	931	1 485	1 476
Kortfristiga räntebärande skulder	1 309	1 236	1 283	1 176	1 052	628	1 040	1 171	882	882
Leverantörsskulder	492	574	674	747	666	748	983	1 518	1 134	1 248
Övriga kortfristiga skulder	458	591	652	690	905	938	1 089	741	1 421	1 522
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	2 259	2 402	2 609	2 613	2 624	2 314	3 112	3 430	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	9 633	9 954	10 881

## 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	1 715	1 872
Rörelsekapitalförändring	-161	18	-174	-150	57	136	-714	-635	711	-290
Övriga poster	-192	-180	-156	-225	-250	-234	-241	-178	-302	-339
<b>Kassaflöde löpande verksamheten</b>	169	464	224	387	844	994	235	588	2 124	1 243
Investeringar	-147	-148	-377	-211	-170	-418	-301	-363	-378	-416
<b>SUMMA FRITT KASSAFLÖDE</b>	22	317	-153	176	674	576	-65	225	1 746	827
Förvärv & avyttringar	-65	-134	-105	-110	-65	-25	-215	552	-567	-595
Utdelning	-104	-104	-104	-104	-104	0	-158	-189	-265	-325
Finansiering, nya lån och amortering	158	-31	323	266	-363	-557	433	-771	-94	-60
<b>Likvida medel</b>	177	242	213	250	378	319	336	344	1 300	1 185
<b>Nettoskuld (neg = nettokassa)</b>	1 329	1 401	1 838	2 081	1 981	1 540	2 218	1 523	726	841

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