Andra kvartalet 2024

Systemair redovisar för verksamhetsårets andra kvartal en ökning av nettoomsättning med 4,9 procent över samma period föregående år. Jämförelsen inkluderar då i föregående kvartals omsättning den vid årsskiftet avyttrade luftkonditioneringsverksamheten med 166,5 MSEK samt förvärv av Group SCS. Nettot av bidraget till omsättningen från avyttringar och förvärv var negativt 3,4 procent. Luftkonditioneringsverksamheten ligger med i jämförelsen mot föregående år t o m april nästa år. Den svaga kronan ökade försäljningen med 3,2 procent. Den organiska tillväxten var 5,1 procent i kvartalet, en halvering mot takten i det första kvartalet. Nettoomsättningen överträffade marginellt aktiemarknadens förväntningar.

Den organiska tillväxten är fortsatt god på marknader utanför Norden. Försäljningen på den västeuropeiska marknaden, som utgör 46 procent av totalen, ökade något mindre än snittet för Systemair. Bolaget har dragit nytta av betydande omallokeringar av industriproduktion från Asien till nya investeringar i Östeuropa där försäljningen organiskt ökade med 23 procent. Östeuropa står nu för tolv procent av koncernens omsättning. Mellanöstern, Asien, Australien och Afrika står för 14 procent av försäljningen och ökade organiskt med tolv procent i kvartalet. Nordamerika växlade ned organiska takten rejält under kvartalet och växte med måttliga 1,7 procent mot 23 procent i första kvartalet. Försäljningen på de nordiska marknaderna minskade med 4,3 procent. Det är en lägre minskningstakt än första kvartalet då försäljningen minskade med 9,3 procent. Försäljningen av bostadsventilation fortsätter att minska men förhoppningen är att takten avtar och att arkitekter och byggkonsulter verkar ha lite mer projekt att jobba med.

Den största avvikelsen i rapporten var den lägre bruttomarginalen. Bolaget redovisar en bruttomarginal på 33,9 procent mot marknadens förväntningar på 34,8 procent. Det första kvartalet var 130 baspunkter lägre än det historiska genomsnittet och det upprepas i det andra kvartalet. Huvudsakligen förklaras avvikelsen av en ökad andel stora projekt med lägre marginal som slutförts under kvartalet. Utsikterna för det andra halvåret ser fortsatt pressat ut och vi reviderar ner våra antaganden för bruttomarginalen med lite drygt en procentenhet till en oförändrad nivå mot det första halvåret. Kostnaderna för försäljning och administration har bromsats in och är i nivå med det historiska genomsnittet. För nästa kvartal räknar vi med en lägre nivå än genomsnittet och i det sista kvartalet kommer ökade försäljningsaktiviteter att öka försäljningsomkostnaderna i förhållande till försäljningen.

För det andra halvåret innebär det att rörelsemarginalen knappt når nio procent. Vilket kan jämföras med de drygt tio procent bolaget redovisat för första halvåret och den nivån aktiemarknaden har i sina prognoser. Därtill kommer bolaget i nästa kvartal att reservera 125 MSEK för avgångsvederlag och nedskrivningar vid flytt av Menergas produktion till Slovenien från Tyskland. Vår prognos för rörelsemarginalen i det tredje kvartalet landar på fem procent.

Systemair

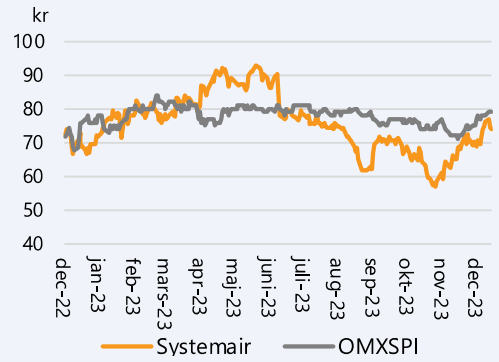
Rapportkommentar efter andra kvartalet 2023/2024

Datum	14 december 2023
Analytiker	Philip Wendt

Basfakta

Bransch	Industri
Styrelseordförande	Gerald Engström
Vd	Roland Kasper
Noteringsår	2007
Listning	Nasdaq OMX LargeCap
Kortnamn	SYSR
Aktiekurs	74,50
Antal aktier, milj.	208
Börsvärde, mkr	15 496
Nettoskuld, mkr	1 457
Företagsvärde (EV), mkr	16 953
Webbplats	https://group.systemair.com/

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, MSEK

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	9 635	12 058	12 661	13 041
Bruttoresultat	3 319	4 109	4 167	4 331
Rörelseres. (ebit)	770	1401	1069	1179
Resultat f. skatt	742	1 295	868	1 134
Nettoresultat	545	1045	664	862
Vinst per aktie	2,62 kr	5,02 kr	3,19 kr	4,14 kr
Utd. per aktie	0,90 kr	1,10 kr	1,28 kr	1,66 kr
Omsättningstillväxt	13,1%	25,2%	5,0%	3,0%
Bruttomarginal	34,4%	34,1%	32,9%	33,2%
Rörelsemarginal	8,0%	11,6%	8,4%	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	23,3	18,0
EV/ebitda	13,2	12,1	11,1	10,5
EV/omsättning	1,56	1,4	1,3	1,3
Direktavkastning	1,2%	1,5%	1,7%	2,2%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringstes

Högre diskonteringsränta väger på riktkursen

När vi i våras 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 höst steg de långa räntorna över tre procent och aktien föll mot 60 kronors nivån. 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 motiverat värdet nu 73, vilket motsvarar aktiekursen i dag. Om ett år stiger den med avkastningskravet på det egna kapitalet till 79 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. Med ytterligare några svaga kvartal är sannolikheten hög för detta scenario i en scenarioanalys. En viktad scenarioanalys ger ett motiverat värde om ett år på 82 kronor.

Ägarförändringar

Vi konstaterar att Miljöpartiet under hösten valt att köpa aktier i Systemair. Ett gott betyg om något för bolagets inriktning på miljöförbättrande åtgärder. Utöver Miljöpartiet noterar vi även att Länsförsäkringar fonder köpt vad som förmodligen är en första position i bolaget. Swedbank Robur har under hösten varit störst säljare av aktier och sålt motsvarande 1,6 procent av kapitalet i Systemair. SEB Fonder och Alecta Tjänstepension har ökat med en halv procent vardera. Vi notera även ett insiderköp av bolagets vice ordförande, Patrik Nolåker som ökat på sitt innehav.

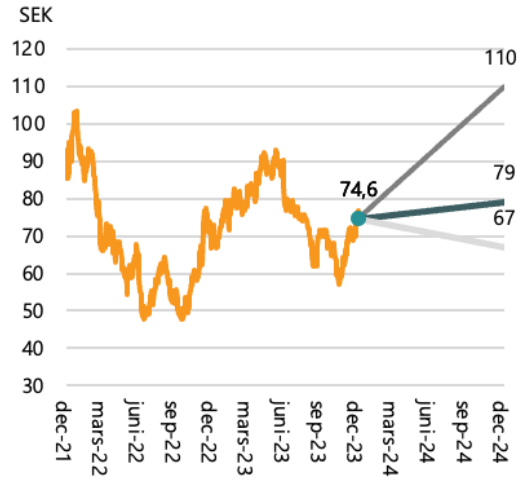
Köpvärd med både låg absolut och relativ värdering

Utsikterna för investeringar i energieffektiviseringar ser mycket gynnsamma ut på sikt, men överskuggas av en halvering av bostadsbyggandet i Sverige i år. 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 kunderbjudande 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 riktkurs 73 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 bearscenario

Svag kursutveckling relativt peers

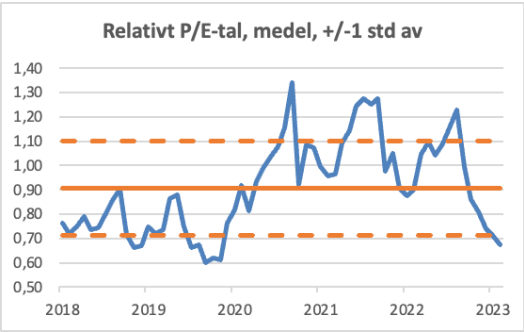
Värderingsmultiplar för jämförbara bolag

Bolag	Kursutv i år	EV/EBITDA (NTM)	P/E-tal (FY1)	Direkt avkastning
Daikin Industries	9,3%	10,4	23,1	1,2%
Lindab	53,8%	9,6	17,1	2,7%
Beijer Ref AB (publ)	-3,5%	16,0	30,9	0,7%
Nibe Industrier AB	-28,8%	14,3	26,8	0,9%
Munters Group AB	35,7%	11,3	24,1	0,7%
Johnson Controls Intl	-16,9%	10,1	14,5	2,8%
Carrier Global Corp	36,6%	12,8	20,6	1,3%
Trane Technologies	42,4%	17,0	26,7	1,3%
Watsco Inc	65,4%	20,5	29,5	2,4%
Lennox Intl	80,8%	16,8	24,5	1,0%
Genomsnitt	**27,5%**	**13,9**	**23,8**	**1,5%**
Systemair AB	3,6%	9,7	17,8	1,4%

Källa: Bolaget, Refinitiv

Aktien lågt värderad mot peers

Relativt P/E-tal mot jämförbara bolag



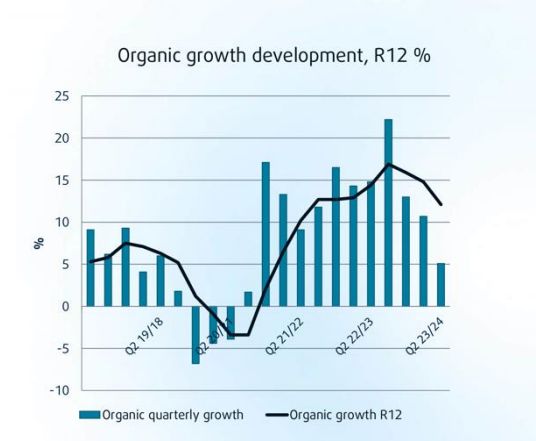
Lägre organisk försäljningstakt

Den organiska tillväxten växlade ner till 5,1 procent från 10,7 procent i det första kvartalet. Den svaga kronan bidrog med en försäljningsökning som i stort kompenserade för lägre försäljning från nettot av avyttrade och förvärvade verksamheter. Ambitionen att växa organiskt med sex procent finns kvar, men konjunkturen kommer sannolikt inte att medge en tillväxt på mer än 3–4 procent kommande par kvartal.

Kronförstärkningen de senaste veckorna dämpar dessutom försäljningsökningen ytterligare i nästa kvartal. Med ett flertal större projekt under leverans kan försäljningen komma att påverkas när de färdigställs. T ex påbörjas ett större ventilationsprojekt i januari till ett tunnelbygge i Saudi-Arabien med ett ordervärde på sju MEUR. När det avräknas eller blir klart kan det komma att påverka kommande rapporterade kvartals försäljning. Bolaget ser en ökad aktivitet hos arkitekter och byggkonsulter som skulle kunna inge förhoppning om en förestående konjunkturbotten.

Halverad tillväxttakt

Försäljningstillväxt i % rullande 12 månader, 2018–2023



Källa: Systemair

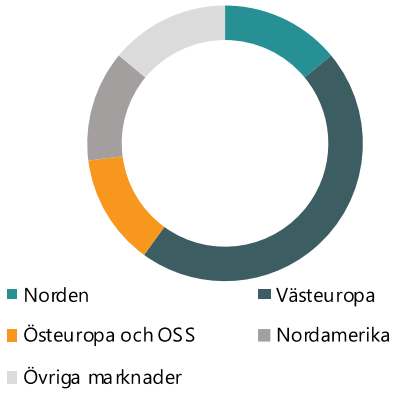
Lägre bruttomarginalen med större projekt

Bruttomarginal överraskade negativt i rapporten. För det andra kvartalet var bruttovinsten efter avdrag för kostnad sålda varor 1078,5 MSEK eller 33,9 procent. I första kvartalet var den 0,7 procent högre och det historiska snittet för andra kvartal, 36,4. Avvikelsen förklaras av en ökad andel större projekt med lägre marginal och ökad andel försäljning på nya marknader.

Till följd av den lägre bruttomarginalen i andra kvartalet reviderar vi ner vår prognos med 100 baspunkter till 34 procent för de återstående två kvartalen i år. För att nå tillbaka över 35 procent behöver lönsamheten inom verksamheterna värme, i Norden och Nordamerika förbättras igen.

EUROPA STÖRST

Omsättningsandel per marknad



Källa: Systemair

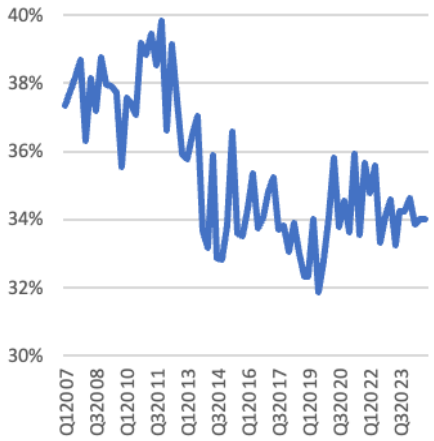
Broms på försäljnings- och administrationskostnader

Bolaget har satt bromsen på försäljningskostnaderna som uppgår till 20,5 procent av försäljningen, vilket är i nivå med vad de brukar vara under verksamhetsårets andra kvartal. Frågan är hur andra halvan av året ser ut med ökad försäljningsaktivitet och mässor i början av nästa år. Säsongsmässigt brukar de ligga högre än under första halvåret men vi bedömer att återhållsamheten ger en oförändrad nivå i det tredje kvartalet men att de ändå ökar i förhållande till försäljningen i det fjärde kvartalet.

Administrationskostnaderna i det andra kvartalet uppgår också till en normal nivå för ett andra kvartal på 4,5 procent i relation till försäljningen. Med ökad kostnadsmedvetenhet i företaget räknar vi med oförändrad nivå för kommande kvartal som annars hade kunnat varit en halv procentenhet högre vid jämförelse med tidigare år.

Bruttomarginal under press

Bruttomarginal i % rullande 12 månader, Q1 2017-Q3 2023



Källa: Systemair

Kortvarig glädje med rörelsemarginal över mål

Rörelsemarginalen översteg för andra kvartalet i rad företagets målsättning om tio procent. Glädjen blir tyvärr kortsiktig då rensat för en vinst på monetära poster uppgick rörelsemarginalen i det andra kvartalet till nio procent.

Med press på bruttomarginalen kommande kvartal ser vi inte att rörelsemarginalen för resten av året överstiger nio procent. För hela året når rörelsemarginalen rensat för kommande reservering för flytt av Menergas produktion till Slovenien inte upp till målsättningen. Förhoppningsvis är att innevarande år är det svagaste i konjunkturcykeln och då är nio procent en mycket stabil lägsta nivå. Med dagens aktiekurs är inte förväntningarna högt ställda.

Varulagret fortsätter att normaliseras

Varulagret är nästan nere på den historiska nivån på 18 procent mot försäljningen. Nu på 19 procent av rullande försäljningen senaste tolv månader, som visserligen delvis inkluderar den avyttrade luftkonditioneringsverksamhetens försäljning. Minskat varulager har frigjort ytterligare 66 MSEK ur rörelsekapitalet under andra kvartalet. På sikt finns ytterligare kapital att få loss ur varulagret.

Kundfordringarna stiger till 23,6 procent och binder därmed mer kapital. Det är högre än de 22 procent bolaget tidigare bundet i rörelsekapital. Den högre nivån är en konsekvens av att en allt större del av affären sker på marknader med mindre utvecklade finansieringsmöjligheter. Detta kan leda till kreditförluster men Systemair har i rapporten inte sett några behov av att reservera belopp för några förluster för kundfinansiering. Kortfristiga, ej räntebärande rörelseskulder ökar med sex procent eller 130 MSEK och finansierar mer än väl ökningen i kundfordringarna.

Ytterligare kapital frigörs

Netto frigörs drygt 110 MSEK ur rörelsekapitalet och nivån är nu på 24,6 procent av rullande tolvmånadersförsäljningen. I takt med att luftkonditioneringsverksamheten rullar ut per kvartal på de återstående kvartalen ökar den siffran men vi räknar ändå med att nivån mot försäljningen minskar något och att det kommer frigöras ytterligare rörelsekapital resten av året. Historiskt snitt ligger på 23 procent med en standardavvikelse på två procent.

Stärkt balansräkning ger handlingsfrihet

Med positiv vinstutveckling och starkt kassaflöde har balansräkning stärkts. Nettoskulden fortsätter att minska och efter kvartalets utgång uppgick den till 1 456,8 MSEK. Skuldsättningsgraden, dvs skulden i förhållande till rörelseresultatet, är låg och uppgick justerat till 0,89. För en investment grade rating på bolagets upplåning skulle skulden kunna vara nästan dubbelt så stor. Vilket ger en indikation av hur stora finansiella muskler Systemair har för förvärv. Soliditeten, det egna kapitalet i förhållande till balansomslutningen är betryggande hög med 55,6 procent. Långt ifrån att den inte får understiga 30 procent.
Sammanfattningsvis var försäljningen i nivå med marknadens förväntningar. Den organiska tillväxttakten har halverats från det första kvartalet. Bruttomarginalen var lägre än väntat, främst till följd av ökad andel större projekt med lägre marginaler. Kassaflödet översteg den redovisade vinsten och balansräkningen stärktes ytterligare.

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	12 661	13 041
Kostnad sålda varor	-4 010	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 949	-8 494	-8 710
Bruttoresultat	2 102	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 319	4 109	4 167	4 331
Administrationskostnader	-337	-365	-361	-389	-424	-428	-438	-575	-583	-652
Försäljningskostnader	-1 400	-1 548	-1 653	-1 827	-1 988	-1 861	-2 078	-2 460	-2 612	-2 608
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	1 524	1 608
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	-455	-429
Ebita	344	439	350	528	626	677	770	1 401	1 069	1 179
Avskr. på förvärvsrel. Immater. tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (ebit)	344	439	350	528	626	677	770	1 401	1 069	1 179
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	1 194	1 179
Finansnetto	-37	-29	-16	-70	-82	-113	-28	-107	-68	-76
Resultat före skatt	307	410	333	458	544	564	742	1 295	868	1 134
Skatter	-100	-116	-103	-137	-158	-153	-197	-250	-204	-272
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	4	4	0	0	0	0
Nettoresultat	207	294	230	320	389	415	545	1 045	664	862

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	2 451	2 413
Övriga materiella anläggningstillgångar	348	448	566	608	873	986	1 028	0	0	0
Goodwill	622	691	759	847	820	736	889	989	989	989
Övriga immater. anläggningstillgångar	189	193	217	265	248	211	216	291	280	268
Övriga anläggningstillgångar	181	201	240	268	255	238	194	180	8	-164
Summa anläggningstillgångar	2 265	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 624	3 986	3 727	3 506
Varulager	1 105	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	2 225	2 459	2 431	2 478
Kundfordringar	1 123	1 252	1 462	1 685	1 556	1 598	1 975	2 523	2 785	2 869
Övriga omsättningstillgångar	153	199	182	217	283	300	312	325	45	-32
Likvida medel	177	242	213	250	378	319	336	340	1 116	1 538
Summa omsättningstillgångar	2 558	2 863	3 256	3 662	3 789	3 654	4 848	5 647	6 378	6 853
SUMMA TILLGÅNGAR	4 823	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 633	10 105	10 359

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	5 671	6 188
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	5 671	6 188
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	468	457
Summa långfristiga skulder	435	578	966	1 359	1 392	1 311	1 507	929	1 044	1 032
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	1 266	1 304
Övriga kortfristiga skulder	458	591	652	690	905	938	1 089	1 275	954	664
Summa kortfristiga skulder	2 259	2 402	2 609	2 613	2 624	2 314	3 112	3 431	3 390	3 139

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	1 524	1 608
Rörelsekapitalförändring	-161	18	-174	-150	57	136	-714	-635	311	-81
Övriga poster	-192	-180	-156	-225	-250	-234	-241	-179	-267	-289
Kassaflöde löpande verksamheten	169	464	224	387	844	994	235	588	1 568	1 239
Investeringar	-147	-148	-377	-211	-170	-418	-301	-367	-380	-391
SUMMA FRITT KASSAFLÖDE	22	317	-153	176	674	576	-65	221	1 188	847
Förvärv & avyttringar	-65	-134	-105	-110	-65	-25	-215	553	0	0
Utdelning	-104	-104	-104	-104	-104	0	-158	-229	-364	-380
Finansiering, nya lån och amortering	158	-31	323	266	-363	-557	433	-545	-88	-57
Likvida medel	177	242	213	250	378	319	336	340	1 076	1 487
Nettoskuld (neg = nettokassa)	1 329	1 401	1 838	2 081	1 981	1 540	2 118	1 523	612	201

Källa: Bolaget och koncensus

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