

Fjärde kvartalet 2023/24

Organisk tillväxt stabiliserad

Trots tuffa jämförelsetal presenterade Systemair en rapport för det fjärde kvartalet som överträffade förväntningarna. Aktiekursen steg på rapporten. Bolaget redovisade en organisk försäljningstillväxt och en högsta bruttomarginal på två år. Efter fyra kvartal av fallande försäljningstillväxt stabiliserades nedgången i det fjärde kvartalet. Den organiska tillväxten på en procent var huvudsakligen volymtillväxt, utan några större prisjusteringar. En starkare svensk krona under kvartalet minskade försäljningen med två procent. Norden och Europa utvecklas svagt medan försäljningen i Nordamerika och resten av världen ökade.

Bruttomarginalen steg till 35,1 procent (34,2) och rörelsemarginalen uppgick till 7,6 (23,5) procent. Något högre än vi räknat med, delvis till följd av justeringar för hyperinflation i Turkiet och lägre försäljningskostnader. Vinst per aktie för det nyligen avslutade verksamhetsåret uppgår till 3,1 kronor per aktie (5,0). Årets vinst inkluderar engångskostnader på motsvarande 0,84 kronor per aktie och föregående års en vinst från försäljningen av luftkonditioneringsverksamheten inkluderar 2,14. Normaliserad vinst i år uppgår därmed till 3,94, vilket skall jämföras med föregående års normaliserade vinst på 2,86. Även kassaflödet från löpande verksamheten förbättrades avsevärt under året. Nettoskulden är nu 1 070,2 MSEK (1 523,2).

Systemair förvärvar på tillväxtmarknader

Systemair fortsätter att expandera på tillväxtmarknaderna och förvärvade i kvartalet PHEM Engineering, en malaysisk tillverkare av luftbehandlingsaggregat och fläktar för kommersiella applikationer. Omsättningen uppgår till 47 MSEK och sysselsätter 40 personer. Förvärvet kompletterar den verksamhet Systemair redan har i Malaysia med 140 anställda och omsättning på 160 MSEK.

Aktien är rimligt värderad

Aktiemarknaden uppskattade att försäljningstillväxten nu stabiliserats. För att aktien skall lyfta krävs en högre försäljningstillväxt. Bolaget möter nu ytterligare två kvartal med höga jämförelsetal. Aktien är rimligt värderad och diskonterar en återgång till bolagets målsättning om att den genomsnittliga rörelsemarginalen över en konjunkturcykel ska uppgå till minst tio procent. Däremot diskonterar aktiemarknaden bara en tillväxt i nivå med marknadstillväxten, 4–5 procent. Bolaget har definitivt finansiell kapacitet att göra förvärv. Bolagets förmåga att växa affären blir avgörande för kursutvecklingen. Vårt motiverade värde revideras upp i takt med avkastningskravet till 78 kronor per aktie (75).

Systemair

Rapportkommentar – Q4 2023/24

Datum	10 juni 2024
Analytiker	Philip Wendt
Basfakta	
Bransch	Byggindustri
Styrelseordförande	Gerald Engström
Verkställande Direktör	Roland Kasper
Noteringsår	2007
Listning	Large Cap Stockholm
Kortnamn	SYSR
Aktiekurs, kr	78,2
Antal aktier, milj.	208,1
Börsvärde, mkr	16 275
Nettoskuld, mkr	1 070
Företagsvärde (EV), mkr	17 345
Motiverat värde, kr	78
Nästa rapport	2024-08-29

Relativ kursutveckling mot index senaste två åren



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, MSEK

	2023	2024	2025p	2026p
Omsättning	12 058	12 257	12 624	13 192
Bruttoresultat	4 109	4 214	4 460	4 687
Rörelseres. (ebit)	1401	963	1149	1288
Resultat f. skatt	1 295	864	1 076	1 239
Periodens resultat	1045	654	834	960
Vinst per aktie	5,02 kr	3,14 kr	4,01 kr	4,61 kr
Utd. per aktie	1,10 kr	1,20 kr	1,60 kr	1,84 kr
Omsättningstillväxt	25,1%	1,6%	3,0%	4,5%
Bruttomarginal	34,1%	34,4%	35,3%	35,5%
Rörelsemarginal	11,6%	7,9%	9,1%	9,8%
Nettoskuld/eg. kap.	0,3	0,2	0,1	0,1
Nettoskuld/ebit	1,1	1,1	0,6	0,3
P/e-tal	17,8	25,0	19,5	17,0
EV/ebit	14,3	18,1	15,1	13,5
EV/omsättning	1,66	1,42	1,37	1,31
Direktavkastning	1,0%	1,5%	2,0%	2,4%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Motiverat värde är en uppfattning om vad bolaget borde vara värt givet Analysguidens huvudscenario. Det är inte samma sak som att aktiekursen ska spegla detta värde.

Investeringstes

Trimmad 50-åring

Med en fokuserad vision att leverera innovativa, hållbara och energieffektiva ventilationslösningar har Systemair på ett halvt sekel vuxit till en global organisation med försäljningsbolag i 52 länder som exporterar från 18 egna fabriker till 135 länder. Omsättning överstiger 12 000 MSEK. Fram till 2013 pendlade bruttomarginalen mellan 36 och 40 procent. De senaste tio åren har bruttomarginalen varit på en betydligt lägre nivå, mellan 32 och 36 procent.

En konsolidering av de många förvärven och utveckling av enhetliga produktplattformar för den globala organisationen kan nu vara på väg att bära frukt. För de närmaste åren är aktiemarknadens förväntningar att bruttomarginalen hålls på 35 procent. Inte utmanande mot bakgrund av var bolaget kommer ifrån och de investeringar i produktutveckling och global närvaro Systemair gjort de senaste tio åren.

Ökat fokus på luftkvalité inomhus

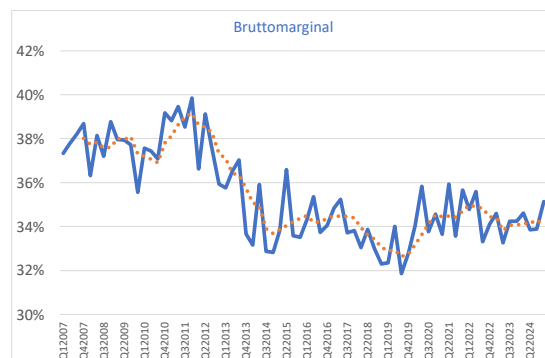
I samband med pandemin har luftkvalité inomhus uppmärksammats. Inte bara mätt i volym utan också mätt i fukt, partiklar och temperatur. I EU:s nyligen uppdaterade Energy Performance of Buildings Directive (EPBD) har Indoor Air Quality (IAQ) och Indoor Environmental Quality (IEQ) fått särskilt fokus. Mellan 2023 och 2030 har EU ställt €100 miljarder till förfogande för renovering av europeiska fastigheter i syfte att förbättra både IAQ och IEQ. Marknadsledande Systemair har nästan 70 procent av sin omsättning i Europa och efter ett par år med fallande trend finns nu förutsättningar för att investeringarna vänder upp igen med en nyligen inledd räntesänkingscykel.

Rimliga förväntningar på framtiden

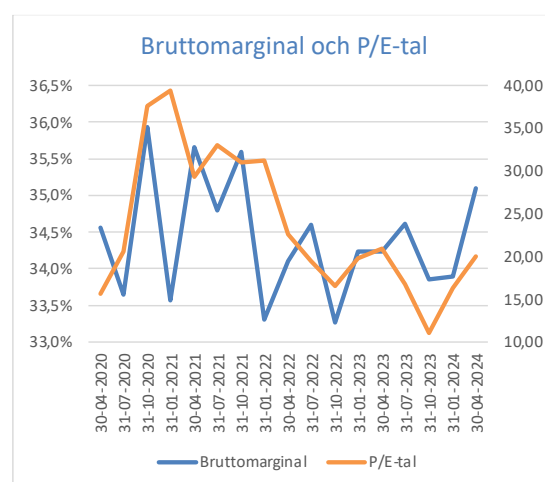
Efter fyra kvartal med fallande försäljningstillväxt har utveckling stabiliserats i det senaste par kvartalen. Aktiemarknadens prognos för kommande två år är att omsättningen vänder upp till en takt av 3–4 procent. Vanligtvis finns inte någon prognos för hur kronan kan komma att utvecklas i dessa prognoser, men en starkare krona kan reducera denna försäljningstillväxt. Ej heller finns i dessa prognoser något antagande om förvärv. Bolaget har aviserat ett ökat fokus på Asien och Nordamerika för framtida expansion. Balansräkningen är mycket stark och medger utrymmer för nya förvärv.

Bruttomarginalen förväntas kunna lyfta från 34 till 35 procent på ett par år. Bolagets VD har nyligen angivit 35–36 procent som rimlig målsättning. Rörelsemarginalen förväntas nå företagets målsättning om en nivå på minst tio procent om ett par år. Rörelsekapital växer i nivå med omsättningen. Investeringarna i nivå med avskrivningarna. Med dessa antagande når vårt motiverade värde 78 kronor per aktie. Uppräknat med avkastningskravet blir det 84 kronor om ett år.

Bruttomarginalen stabiliserad...

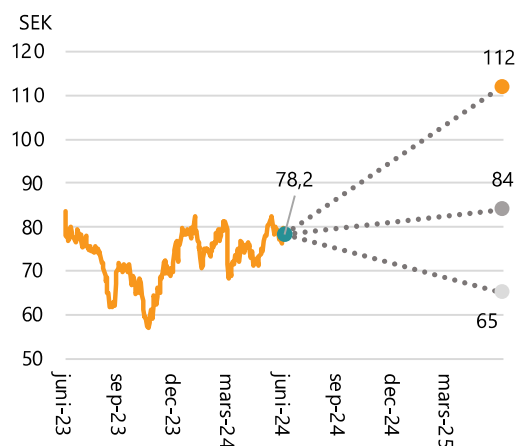


...vilket har betydelse för P/E-talet



Aktien rimligt värderad

Aktiens uppsida/nedsida i tre olika scenarier



Källa: Analysguidens bull-, base och bearsscenario

Motiverad värde, 78 SEK per aktie.

Fjärde kvartalet

Stabiliserad organisk tillväxt

Systemair avslutade verksamhetsåret med en organisk försäljnings-tillväxt i det fjärde kvartalet. Året inleddes starkt med en organisk tillväxt i det första kvartalet med över tio procent som sedan halverades i det andra och var oförändrad i det tredje. En svag utveckling i Norden och Europa uppvägs av positiv utveckling på tillväxtmarknader i Asien, men också i Nordamerika.

För kvartalet redovisas en försäljning på 3 069 MSEK (3 129) och för hela verksamhetsåret 12 257 MSEK (12 058). Under kvartalet minskade försäljningen jämfört med föregående år till följd av att försäljning i euro omräknat till en starkare krona blir lägre och att avyttrade verksamhet inte ingått i årets försäljning.

Systemair möter ytterligare två kvartal med tuffa jämförelser i nästa verksamhetsår. Utvecklingen på den tyska marknaden ser inga tecken på att förbättras. En marginellt organisk tillväxt i det fjärde kvartalet inger förhoppning om att bolaget skall kunna nå aktiemarknadens förväntade försäljningstillväxt för nästa år på tre procent. Sannolikt med en oförändrad takt första halvåret för att sedan under andra halvåret nå upp till vad som tidigare angivits vara en marknadstillväxt på 4–5 procent.

Överraskande ökning av bruttomarginalen

Något överraskande redovisade bolaget en bruttomarginal på 35,1 procent för det fjärde kvartalet. Förväntningarna var att den i bästa fall skulle kunna hålla den tidigare stabila nivån på 34 procent. Normalt krävs det högre försäljningstillväxt för att förbättra bruttomarginalen med en procentenhet.

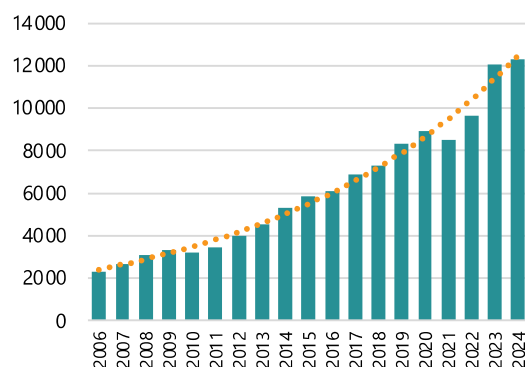
Bolaget förklarar den högre marginalen med att försäljningen utan den sålda luftkonditioneringsverksamheten har högre marginal. En förskjutning i försäljningen mot produkter med högre marginaler förklarar också förbättringen. Övertträffas den tidigare högsta nivå på bruttomarginalen de senaste tio åren, 36 procent kommer det att få positivt genomslag på aktiekursen. Ofta är värderingsmultiplar och vad aktiemarknaden är villig att betala för en aktie nära kopplat till bruttomarginalen.

Rörelseresultat steg jämfört med kvartalet innan som inkluderar en engångskostnad för flytt av Menegas produktion till Slovenien. Rörelsemarginalen uppgick till 7,6 procent (23,5). Föregående års fjärde kvartal inkluderade 445 MSEK, en vinst från den avyttrade luftkonditioneringsverksamheten.

Rörelseresultatet var marginellt bättre än vad aktiemarknaden räknat med. Görs dessutom justering för den avyttrade luftkonditioneringsverksamheten föregående år och engångskostnaderna i år ser

Tio procent årlig tillväxt i snitt

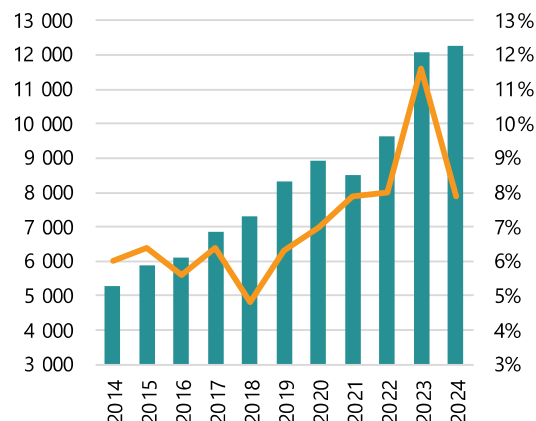
Omsättning 2006–2024, MSEK



Källa: Analysguidens bull-, base och bearsscenario

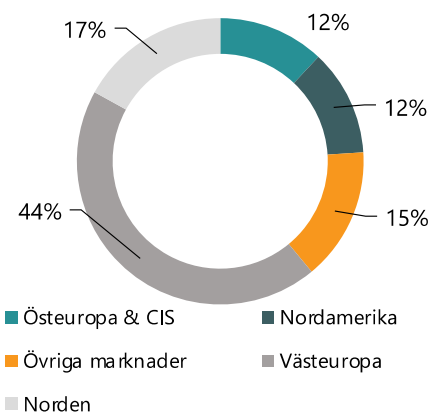
Rensat från engångskostnader är rörelsemarginalen inte långt från målsättning om minst tio procent

Omsättning, MSEK (vänster) & rörelsemarginal (höger)



Europa störst

Omsättningsandel per marknad



jämförelse för normaliserad vinst riktigt intressant ut. Årets vinst per aktie som redovisats till 3,10 kronor per aktie är då nästa fyra kronor. Att jämföra med föregående års vinst per aktie på 5,0 kronor som normaliserat var 2,86 kronor.

Imponerande kassaflöde

Även kassaflödet från den löpande verksamheten förbättrades avsevärt under året som gått. Bolaget redovisar ett starkt kassaflöde på 1 333 MSEK (588) mycket tack vare minskat varulager. Varulagret som andel av omsättningen har nu nått en nivå som vi inte bedömer kommer att minska ytterligare. Vilket betyder att framgent kommer framtida försäljningstillväxt binda mer kapital. Det gäller även kundfordringarna som stiger i förhållande till försäljningen när verksamheten expanderar på tillväxtmarknader där det tar längre tid för att få betalt för fakturor. Investeringarna i nybyggnationer och maskiner är nu på den genomsnittliga nivån i förhållande till omsättningen för de senaste åtta åren.

Det operativa kassaflödet per aktie uppgår till 6,41 kronor per aktie vilket kan jämföras med vinsten per aktie på 3,10. Det är lite anmärkningsvärt att styrelsen förslår att bolaget bara skall dela 1,20 kronor per aktie. Målsättningen är att dela ut 40 procent av resultatet efter skatt. Förra året var utdelningen 38,5 procent av det normaliserade resultatet. I år är utdelningsandelen bara 30,5 procent av det normaliserade resultatet.

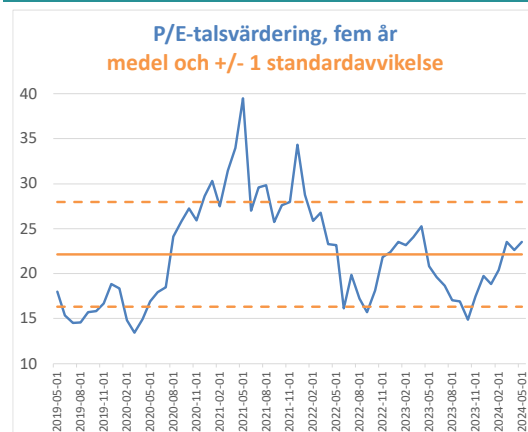
Vår bedömning är att styrelsen är fortsatt osäker på marknadsutvecklingen och vill bygga en ännu starkare balansräkning. Alternativt att de ökar takten av bolagsförvärv i Asien och Nordamerika. Det senare skulle vara positivt för aktiekursen. Nettoskulden uppgår till 1 070,2 MSEK (1 523,2). Koncernens soliditet, 57,7 procent (54,7), det justerade egna kapitalet i förhållande till balansomslutningen, är nästan dubbelt så stort som målsättningen att inte underskrida 30 procent.

Framtidsutsikter

För den nordiska marknaden, 17 procent av omsättningen har försäljningen sannolikt stabiliserats. Byggfakta räknar med en vändning i antalet byggstarter efter sommaren i Sverige. Om än i långsam takt. För 2025 räknar de med att investeringarna ökar 5,2 procent. För byggandet i Västeuropa och i synnerhet i Tyskland ser det svagt ut och enligt Systemair dröjer det ett par kvartal innan det vänder upp. Nordamerika ser ut att bromsa in medan tillväxtmarknaderna ångar på.

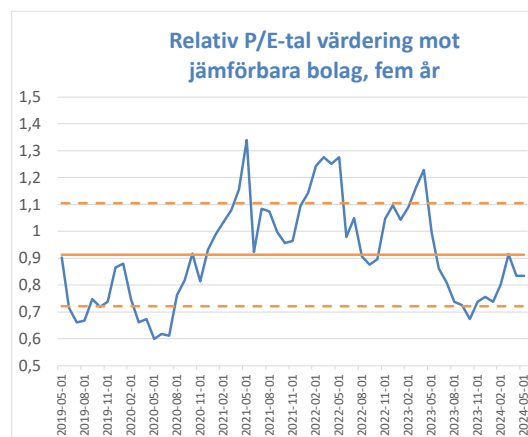
Aktiemarknadens förväntningar att Systemair skall öka försäljningen 2024/25 med tre procent är inte orimlig. En starkare krona kan dock resultera i lägre försäljningstillväxt då bolaget har en hög andel av försäljning i utländsk valuta.

Värdering i nivå med femårsnitt...



Källa: Refinitiv

...även relativt jämförbara bolag



Systemair lägst värderad

Bolag	Kursutv i år	EV/EBITDA (NTM)	P/E-tal (FY1)	Direkt avkastning
Trane Technologies PLC	32,5%	20,5	30,6	1,0%
Carrier Global Corp	10,0%	14,8	21,2	1,2%
Johnson Controls Internat	24,8%	12,9	20,0	2,1%
Daikin Industries Ltd	-1,5%	10,6	23,9	1,1%
Watsco Inc	7,9%	23,3	32,1	2,3%
Lennox International Inc	11,6%	17,7	23,9	0,9%
Nibe Industrier AB	-27,1%	17,4	44,5	1,3%
Beijer Ref AB (publ)	21,3%	16,1	35,6	0,8%
Munters Group AB	38,2%	16,7	31,8	0,6%
Lindab International AB	19,8%	11,5	21,9	2,3%
Genomsnitt	13,8%	16,2	28,6	1,4%
Systemair	1,5%	10,2	20,0	1,4%

Systemair - Finansiell historik och prognoser

Resultaträkning (Mkr)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p
Nettoomsättning	6 864	7 301	8 327	8 915	8 519	9 635	12 058	12 257	12 624	13 192
Kostnad sålda varor	-4 502	-4 887	-5 598	-5 831	-5 560	-6 316	-7 949	-8 043	-8 164	-8 505
Bruttoresultat	2 361	2 414	2 729	3 084	2 960	3 319	4 109	4 214	4 460	4 687
Bruttomarginal, %	34,4	33,1	32,8	34,6	34,7	34,4	34,1	34,4	35,3	35,5
Admin och försäljningskostnader	-1 913	-2 013	-2 216	-2 412	-2 289	-2 515	-3 035	-3 215	-3 282	-3 364
Övrigt	-9	-51	15	-46	6	-34	327	-36	-28	-35
Rörelseresultat (ebit)	439	350	528	626	677	770	1 401	963	1 149	1 288
Rörelsemarginal, %	6,4	4,8	6,3	7,0	7,9	8,0	11,6	7,9	9,1	9,8
Finansnetto	-29	-16	-70	-82	-113	-28	-107	-99	-73	-50
Resultat före skatt	410	333	458	544	564	742	1 295	864	1 076	1 239
Skatter	-116	-103	-137	-158	-153	-197	-250	-211	-242	-279
Periodens resultat	294	230	321	385	411	544	1 045	654	834	960

Kassaflöden (Mkr)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p
Rörelseresultat	439	350	528	626	677	770	1 401	963	1 149	1 288
Just för poster som inte ingår i kassaflödet	158	220	193	350	392	355	113	331	157	37
Finansiella poster	-22	-24	-32	-38	-28	-28	-78	-92	-73	-58
Betald inkomstskatt	-129	-147	-153	-150	-183	-147	-215	-220	-242	-279
Kassaflöde för löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapitalet	446	399	536	788	858	949	1 223	982	991	988
Förändring av rörelsekapital	18	-174	-150	57	136	-714	-635	351	-243	-170
Kassaflöde från den löpande verksamheten	465	224	387	844	994	235	588	1 333	748	817
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-281	-482	-321	-235	-448	-516	319	-390	-429	-449
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-135	219	162	-461	-557	275	-960	-898	0	0
Periodens kassaflöde	49	-39	227	148	-12	-6	-53	45	319	369
Likvida medel vid periodens början	177	242	213	250	378	319	336	340	414	733
Omräkningsdifferenser i likvida medel	16	10	4	-20	-48	23	57	29	0	0
Likvida medel vid periodens slut	242	213	445	378	319	336	340	414	733	1 102
Netto räntebärande skuld	1 401	1 838	2 081	1 981	1 540	2 118	1 523	1 070	729	361

Balansräkning (Mkr)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p
TILLGÅNGAR										
Byggnader & mark	966	1 157	1 162	1 115	1 133	1 298	2 526	2 727	2 693	2 683
Övriga materiella anläggningstillgångar	448	566	608	873	986	1 028	0	0	0	0
Goodwill	691	759	847	820	736	889	989	1 026	1 026	1 026
Övriga immater. anläggningstillgångar	193	217	265	248	211	216	291	288	276	265
Övriga anläggningstillgångar	201	240	268	255	238	194	180	241	241	241
Summa anläggningstillgångar	2 499	2 939	3 149	3 311	3 302	3 624	3 986	4 281	4 235	4 215
Varulager	1 170	1 399	1 509	1 572	1 437	2 225	2 459	2 124	2 209	2 375
Kortfristiga fordringar	1 252	1 462	1 685	1 556	1 598	1 975	2 523	2 973	3 030	3 166
Övriga omsättningstillgångar	199	182	217	283	300	312	325	0	126	132
Likvida medel	242	213	250	378	319	336	340	414	733	1 102
Summa omsättningstillgångar	2 863	3 256	3 662	3 789	3 654	4 848	5 647	5 512	6 099	6 774
SUMMA TILLGÅNGAR	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 633	9 793	10 334	10 989

Eget kapital & skulder

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p
Eget kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 853	5 273	5 654	6 154	6 730
Summa eget kapital	2 381	2 620	2 839	3 085	3 330	3 853	5 273	5 654	6 154	6 730
Långfristiga räntebärande skulder	319	691	1 070	1 120	1 052	1 231	672	727	727	727
Långfristiga, ej räntebärande skulder	259	276	289	272	260	276	259	158	208	197
Summa långfristiga skulder	578	966	1 359	1 392	1 311	1 507	930	885	935	924
Kortfristiga räntebärande skulder	1 236	1 283	1 176	1 154	736	1 148	1 171	735	735	735
Leverantörsskulder	574	674	747	666	748	983	1 025	1 217	1 262	1 319
Övriga kortfristiga skulder	591	652	690	803	831	981	1 235	1 302	1 247	1 281
Summa kortfristiga skulder	2 402	2 609	2 613	2 623	2 314	3 112	3 431	3 254	3 244	3 335
SUMMA EGET KAPITAL & SKULDER	5 361	6 195	6 811	7 100	6 956	8 472	9 633	9 793	10 334	10 989

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