

AQ Group

Ett högt pris för en långsiktig compounder

AQ Group, en stark aktör inom kontraktstillverkning, har historiskt levererat god tillväxt och uppvisat stark lönsamhet. Trots potentiella korttidshinder, såsom marknadsvängningar och prisökningar, har AQ bevisat sin förmåga att hantera ekonomiska utmaningar och säkrar sin framtida tillväxt genom stabila kundrelationer och hög kundnöjdhet. AQ handlas kring en rimlig värdering vilket begränsar uppsidan. Rekommendationen är **Sälj**.



Aktieutveckling, 5 år

5 maj 2024

Analytiker

David Saomi
David Stolt

Nyckeltal

Handelsplats	Mid Cap Stockholm
Sektor	Industri
Börsvärde (MKR)	11 745
Enterprise Value	11 871
Nettoskuld/EBITDA	0,1
Direktavkastning (%)	1,05
P/E	17,8
EV/EBIT	14,5
EPS	36,0
ROE (%)	16,1
ROIC (%)	15,9
ROA (%)	10,4

Värdering

Aktiekurs	642
Riktkurs DCF	682
Uppsida/nedsida	6,2 / -9 %
Rekommendation	Sälj

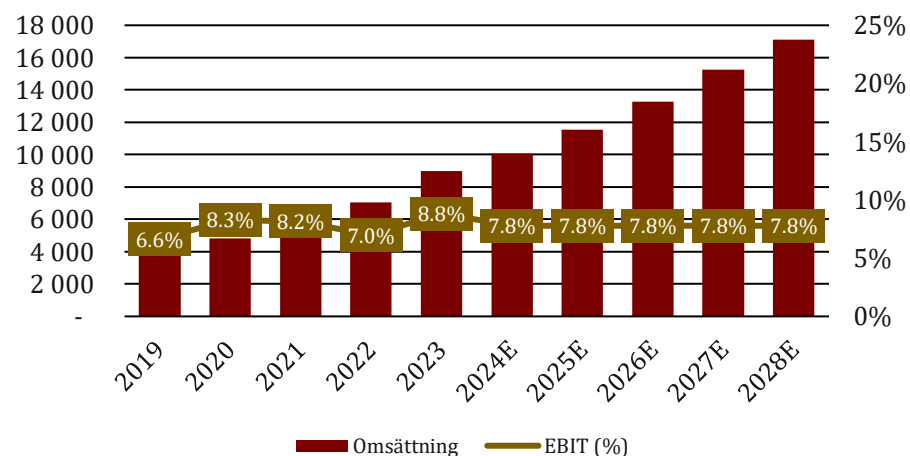


Investment Case

AQ Group är ren stark aktör bland kontraktstillverkarna. Historiskt har de uppvisat tvåsiffrig tillväxt, utfört omstruktureringar, effektiviseringar och fokuserat på rätt ting för att förbättra lönsamheten samt uppnått en väldigt låg nettoskuldsättning. Det är ett kvalitetsbolag på många grunder.

Genom stabiliteten i sin bransch, stora stabila kunder och produkter som givit hög kundnöjdhet säkrar AQ sin framtid även om det finns hinder på kort sikt. Man har inte bara visat att man kan hantera svaga marknader, högkonjunkturer, pandemin och de ökande priserna under 2022, utan är också säkrad mot en potentiell cyklisk nedgång de kommande 12 månaderna genom att lägre tillväxt skulle paras med ökad lönsamhet.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Givet allt ovan ska AQ givetvis säljas för en premie jämfört med sin bransch. En stark operativ verksamhet med låg skuldsättning ska löna sig över tid. Vi

estimerar att bolaget kan växa mellan 12–15% som är strax under det finansiella målet och upprätthålla en rörelsemarginal lik 5-årsnittet.

Däremot säljs detta bolag för cirka P/E 18 på börsen samtidigt som målet är en försäljningstillväxt på 15%. Mot liknande peers handlas AQ till en premie på samtliga mått och vår DCF-analys visar också på en avsaknad av rabatt.

Då det inte är tydligt att AQ säljs för dyrt kan en investerare som nöjer sig med marknadsavkastningen plocka upp aktien idag för ett bra pris, men för UEAM:s syften så krävs det att vi siktar på en överavkastning. Idén är att vi inte skulle köpt ett innehav till dess rimliga pris idag, så varför fortsätta äga aktien från denna tidpunkt och framåt.

Mot allt detta sätter vi rekommendationen till **Sälj**.



Affärsmodell

AQ Group, etablerat 1994, har utvecklats från en mindre lokal verksamhet till en global aktör inom kontraktstillverkningsindustrin. Genom åren har företaget byggt upp en expertis inom tillverkning och montering av komplexa industriella komponenter och system. Denna utveckling har varit drivet av en företagsstrategi som fokuserar på kvalitativa lösningar och långsiktiga kundrelationer, vilket har lett till god tillväxt och en stabil marknadsposition.

AQ Groups affärsmodell bygger på en uppdelning i två huvudsegment: System (~20%) och Komponenter (~80%). För varje segment anpassas deras erbjudanden efter specifika kundbehov och marknadskrav.

Inom segmentet för System tillhandahåller AQ lösningar som ofta involverar avancerad teknik och höga krav på precision. Komponentsegmentet fokuserar på tillverkning av mer standardiserade delar som används om kritiska komponenter i kunders slutprodukter. Exempel på systemprodukter är blandat annat elskåp till krävande livsmedelsindustri, fraktkranar, automatiserad godshantering, osv. Några exempel på komponentprodukter är kablage till lastbilar, bussar och motorer, plåtprodukter för järnväg och induktiva komponenter.

Några av deras kunder är ledande aktörer inom sektorer såsom kraftöverföring, kommersiella fordon och järnväg, anläggningsmaskiner samt telekomutrustning.

I och med att AQ utvecklar komplexa produkter blir det viktigt med långa affärsrelationer då det ofta krävs partnerskapsrelationer. Detta är för att switchkostnader ofta är höga, speciellt när man exempelvis levererar hela system som måste gå igenom flera kvalitetskontroller av både leverantören samt dess underleverantörer. För AQ innebär detta att kunder kan

återkomma till samma leverantör även långt efter vissa kontraktarbeten är över.

Senaste 10 åren har AQ växt nettoomsättningen med en CAGR på 13% och senaste 5 åren 12%. I samband med detta har marginalerna också stigit över tid även om de varierat med affärscykler och makroekonomiska fluktuationer. Koncernen har som mål att växa 15% per år varav 10% organiskt och 5% förvärv. Då detta mål endast gällt från 2022 innebär det en omställning som sker just nu för att öka investeringarna. Viktigt att nämna är att försäljningen växte med 29% 2022 och 27% 2023. 12% av tillväxten 2022 var organiska volymökningar och troligen liknande för 2023.

Samtidigt har man länge haft ett EBT-mål på minst 8% som man nått under enskilda år, men har haft det tufft att snitta över. En sak värd att notera är trade-off:en mellan tillväxt och marginal på grund av leveransprecisionen som korrelerar med lönsamheten. I tider med hög tillväxt har leveransförmågan varit låg. Orsaken är ofta förseningar i inköp och materialbrister. Konsekvensen har varit högre lager och lagerkostnader samtidigt som AQ betalat för expressfrakter och extra personalarbete så varorna kunnat komma ut i tid. Ett centralt mål har därför varit just leveransprecisionen som fortsatt understiger målet på 98%. Detta förenklar dock den framtida kalkylen då högre tillväxt leder till lägre lönsamhet och tvärtom. Värderingen blir mer stabil oavsett avvikelser.

Ägarlista

10 största ägare	Kapital	Röster
Claes Mellgren	19,7%	19,7%
Per Olof Andersson	19,5%	19,5%
Nordea Investment Funds	8,6%	8,6%
Brown Brothers Harriman & Co., W9	7,8%	7,8%
Verdipapirfond Odin Sverige	5,2%	5,2%



Marknad och Konkurrens

Kontraktstillverkningsmarknaden är en relativt konkurrensutsatt bransch. AQ har däremot framgångsrikt etablerat sig som en långsiktig partner för industriella kunder globalt. De har gynnats av en elektrifieringsvåg inom industri vilket givit bolaget god tillväxt. Likväl har de påverkats positivt av hållbarhetstrenden och energilagrings segmentet har under de senaste kvartalen vuxit.

För att behålla sin konkurrenskraft fokuserar företaget på att stärka sin kostnadseffektivitet, förbättra kundservice och upprätthålla långsiktiga kundkontakter och ha en accelerera innovationsprocessen. Allt detta syns i en ständigt hög ROIC över åren samtidigt som man varit lönsam varje kvartal i mer än 20 år.

När det kommer till den långsiktiga utvecklingen på marknaden tenderar generell industri växa mellan 2-5%, men svänger med den generella ekonomin. Detta ger AQ en stark organisk bastillväxt att bygga på.

På kort sikt däremot ser många kontraktstillverkare en nedgång i efterfrågan som för många förväntas visa sig 2024. Under conf-call för Q2x2023 nämnde VD att AQ inte såg några cykliska nedgångar de kommande 12 månaderna likt många branschkollegor. Däremot ändrades tonen genom året angående tillväxtmålet för 2024 då man tidigt beskrev 15% som en självklarhet, men sedan sa att det skulle krävas extremt hårt arbete och förvärv. I slutet sa VD James att han skulle äta sin hatt om inte bolaget kunde nå 10 miljarder i försäljning för 2024 som innebär cirka 11-12% tillväxt.

Om det blir en cyklisk nedgång 2024 innebär detta lägre organisk tillväxt, men ger samtidigt AQ möjligheten att öka lönsamheten genom bättre leveransprecision och använda pengarna till att förvärva nya bolag. På så sätt kan de stärka marknadspositionen. Ett bevis på detta är

omsättningstappet på 1% i Q1 2024 som kom i samband med en ökning av leveransprecisionen och en EBIT-marginal som gick från 8,6% till 10% YoY. Under samma kvartal gjorde man även ett förvärv av JIT Mechs produktionsenheter för EV/EBIT 3-4 som ska lägga till cirka 1,5% i nettoomsättning för 2024.



Värdering

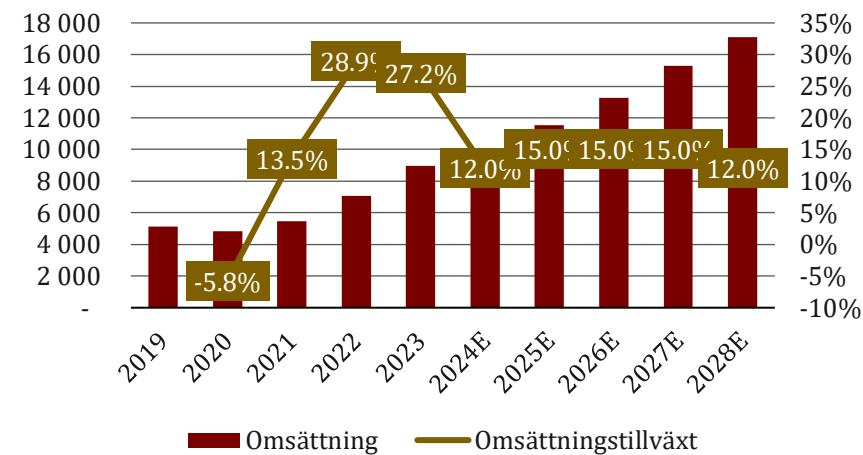
DCF

I DCF-modellen antar vi att nettoomsättningen fortsätter att växa 12–15 % per år men sätter 2 % i terminalvärde. Det är i linje med den historiska omsättningen som i snitt varit 15 %. EBIT sattes till 7,8 % vilket varit deras historiska snitt – deras mål är att ha ett resultat före skatt på minst 8 % som de ligger strax under. Då de vill hålla en låg skuldsättning kommer naturligt EBIT-marginalen ligga nära.

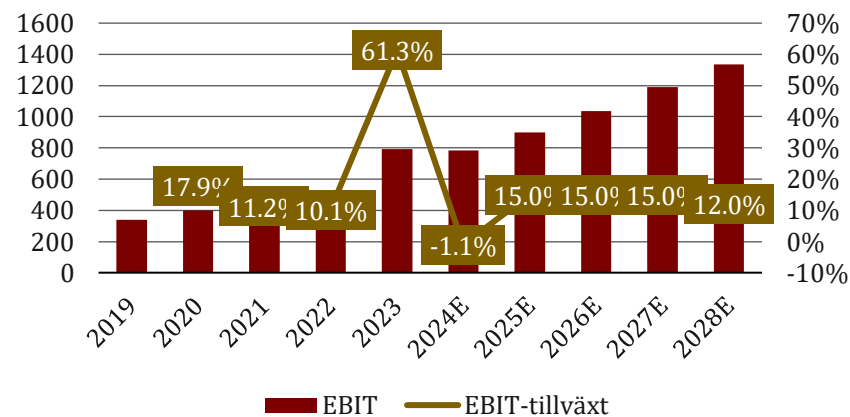
Utfallet gav en riktkurs på 681,88 kr som indikerar en uppsida på 6,21 %. Utifrån en WACC på 8,1 % visar känslighetsanalysen nedan möjliga utfall.

WACC	Change in Revenue						
	-6,0%	-4,0%	-2,0%	0%	2,0%	4,0%	6,0%
9,6%	-39%	-33%	-27%	-20%	-13%	-5%	3%
9,1%	-33%	-27%	-20%	-13%	-5%	4%	13%
8,6%	-27%	-20%	-12%	-4%	5%	15%	25%
8,1%	-19%	-11%	-3%	6%	16%	27%	39%
7,6%	-10%	-2%	8%	18%	29%	42%	55%
7,1%	0%	10%	21%	33%	45%	59%	74%
6,6%	13%	25%	37%	50%	65%	81%	98%

Revenue and Revenue growth (MSEK)



EBIT and EBIT growth (MSEK)



Värdering

Multipelvärdering

AQ handlas till P/E 17,82 vilket är strax över dess peers snitt på 16,19. Senaste 5 och 10 åren handlas AQ till ett P/E snitt på 15,92 respektive 16 – vilket är i nivå med peers och visar en nedsida på -9 %. EV/EBIT indikerar en något större nedsida på -21 % vilket kan bero på eventuella skillnader i kapitalstruktur eller tillväxtförväntningar. Sammantaget bedöms aktien vara något övervärderad utifrån en relativvärdering.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Nolato	33,90	24,60	12,90
Note	13,70	11,30	8,70
Hanza	10,60	8,70	6,10
Inisson	8,90	8,50	5,60
Aumann AG	26,80	10,70	6,70
Scanfil	10,70	9,20	6,90
Kitron	11,30	9,70	7,60
Incap	13,60	9,40	8,00
Average	16,19	11,51	7,81
AQ Group	17,82	14,48	10,68
Upside/downside	-9%	-21%	-27%

Rekommendation

Bedömning

Sammantaget är det ett bolag av hög kvalitet och har en god strategisk plan för att växa ytterligare men samtidigt behålla marginalerna på en stabil nivå. Utifrån en DFC och relativvärdering bedöms aktien ha en upp- och nedsida på mellan -9 % till 6,21 % vilket gör att aktien hamnar i ett mellanläge. Ser vi till historiskt P/E värde handlas aktien något över det historiska snittet – vilket är i likhet med dess peers. Fortfarande kan bolaget ha viss uppsida men på grund av begränsade möjlighet till en avkastning över börsen snitt bedöms viss avvaktan rimlig.

Rekommendation

Aktien bedöms något övervärderas och vi kommenderar av **Sälj** till att priset har kommit ner på lägre nivåer.

