

Nederman Holding AB

Ett filter med uppsida

Nederman Holding AB är ett svenskt mid cap bolag med kärnverksamhet inom miljöteknik och föroreningskontroll. Företaget tillhandahåller produkter, system och tjänster för att minska miljöpåverkan från industriella processer och förbättra arbetsmiljön samt säkerställa produktkvaliteten. Nedermans verksamhet är uppdelad i fyra segment; Extraktions- och filterteknik, processteknik, kanal- och filterteknik, och Övervaknings- och styrteknik. Bolaget är verksamt i mer än 50 länder och innehar 4% av den globala marknaden. Med en stabil och etablerad marknadsposition i samband med en organisk tillväxttrend, ser framtidsutsikterna för Nederman lovande ut.

Sammanfattning

Nederman har länge varit ett fint bolag med kontinuerlig tillväxt och avkastning, och dessa attribut håller sanning idag såväl prognostiserat inför de kommande åren. Nederman är marknadsledare i Europa, och bland de fem största aktörerna globalt. Allt det nämnda sammantaget, tillsammans med en ökande efterfrågan på sin abonnemangstjänst inom service and aftermarket och med ett effektivt monopol på en eftertraktad mjukvara inom övervaknings- och styrsegmentet, så är företaget i en god position att kapitalisera på en fragmenterad marknad och stärka organisk tillväxt och således öka marginalerna. Rekommendationen blir behåll med ett motiverat värde på 230 kr baserat på en DCF-värdering, och 272 kr genom en peervärdering. Genomsnittlig uppsida är således 16%.

Analytiker

Gustav Åkerblom
Nathalie Noghabai

Nyckeltal

Handelsplats	Mid cap
Sektor	Industri utrustning
Börsvärde (MKR)	7593
Enterprise Value	8925
Nettoskuld/EBITDA	1.5
Direktavkastning (%)	1.8
P/E	21.7
EV/EBIT	14.8
EPS	10.0
ROE (%)	13.9
ROIC (%)	9.6
ROA (%)	5.3

Värdering

Aktiekurs	216 KR
Riktkurs DCF	230 KR
Riktkurs Peers	272 KR
Uppsida/nedsida	6–26%
Rekommendation	Behåll



Investment Case

Med hänsyn till marknaden Nederman är verksam på och omvärldsfaktorer identifierar vi viss risk för svaghet

Konkurrens och marknadsfragmentering

Luftrening är en fragmenterad marknad med många aktörer, vilket kan leda till priskrig och minskade marginaler. Nederman måste fortsätta att innovera och differentiera sina produkter för att behålla sin konkurrensfördel.

Cyklicitet och ekonomisk känslighet

Företaget påverkas av cykler inom den industriella sektorn, där fluktuerande energipriser och förändringar i byggtrender kan påverka efterfrågan. En nedgång i ekonomin kan leda till att kunder skjuter upp investeringar i luftreningslösningar.

Trots risker i samband med nämnda faktorer, ser vi tillväxtpotentialer för Nederman baserat på följande punkter:

Unik konkurrensfördel i en växande marknad

Nederman är en ledande aktör inom luftrening och erbjuder innovativa övervaknings- och kontrollsystem som optimerar energiförbrukningen. Med strängare miljöregler och ökad efterfrågan på energieffektiva lösningar, står företaget i en gynnsam position för att kapitalisera på

dessa trender. Deras teknik skapar inte bara kostnadsbesparingar för kunderna, utan ger även Nederman en stark konkurrensfördel i form av en unik produktportfölj som är svår att replikera.

Stabil intäktström genom abonnemangsmodeller

Nederman erbjuder abonnemang för service och underhåll, vilket skapar en stabil och förutsägbar intäktström. Genom att integrera schemalagd service i kundernas avtal kan företaget förbättra kundlojaliteten och säkerställa återkommande intäkter. Detta förväntas resultera i en årlig tillväxt inom Service & Aftermarket-segmentet, vilket ytterligare stärker företagets finansiella ställning.

Effektiv kapitalallokering för ökad tillväxtpotential

Företagets innovativa 30-30-30-10 faktureringsmodell gör det möjligt för Nederman att minimera kapitalbindning i kundfordringar. Genom att kunder betalar i olika omgångar under produktion och installation frigörs resurser som kan investeras i andra högväxande segment. Detta ger en möjlighet att öka marknadsandelar och förbättra EBITA-marginaler.



Affärsmodell

Företagets verksamhet är uppdelad i **tre huvudsakliga fokusområden**.

Products: Nederman erbjuder ett brett sortiment av egna standardprodukter, som säljs främst via distributörer. Detta segment står för ungefär en tredjedel av företagets omsättning.

Solutions: Detta är den största delen av affärsmodellen sett till omsättning. Lösningarna är ofta skräddarsydda efter kundernas behov och levereras genom en unik affärsmodell där kunderna betalar kontinuerligt under produktion, installation och slutförande. Denna struktur minskar behovet för Nederman att binda kapital i kundfordringar, vilket leder till hög kapitalavkastning (ROIC), trots segmentets lägre marginaler.

Service & Aftermarket: Eftermarknaden drivs av företagets globala nätverk av certifierade partners som säkerställer högkvalitativ service oavsett geografisk placering. Partnerskapet erbjuds på olika nivåer genom Nederman Channel Partner Program (Bronze, Silver, Gold), vilket gör det möjligt för kunder att få långvarigt stöd och service på en global skala.

*Nederman har **fyra affärssegment** som kompletterar och förstärker varandra:*

1. **Extraction & Filtration Technology**

Detta segment erbjuder produkter för luftrening, som filter, fläktar, högvakuumprodukter och övervakningstjänster. Kunderna finns inom industrier som metallbearbetning, fordonsverkstäder och andra verksamheter med explosionsrisk. Försäljningen sker globalt, och eftermarknadsförsäljning är en viktig intäktskälla.

2. **Process Technology**

Process Technology levererar avancerade filterlösningar som integreras direkt i kundernas produktionsprocesser för att fånga upp skadliga partiklar och gaser. Kunderna kommer från industrier som textil, metallåtervinning och fordonsindustrin. Genom fjärrövervakning och service byggs långvariga kundrelationer med stora multinationella företag.

3. **Duct & Filter Technology**

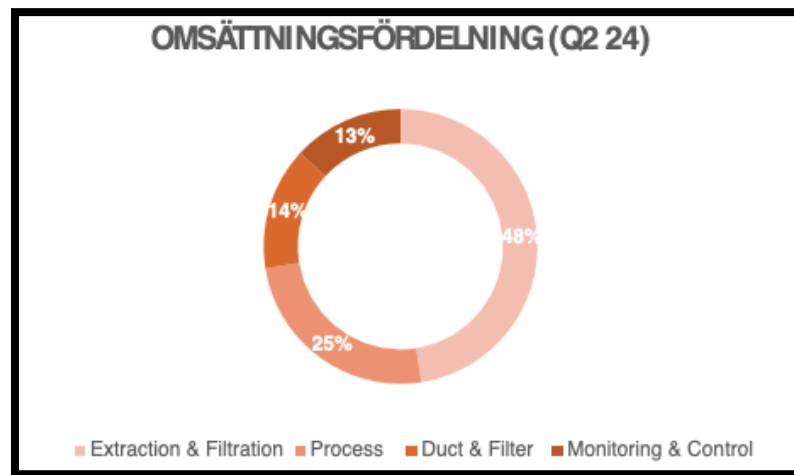
Detta segment säljer rörsystem, ventiler och filterelement för att säkerställa god luftkvalitet inom industrier som träbearbetning, cementproduktion och energi. Duct & Filter Technology är marknadsledande inom rörsystem, med en stark närvaro i USA och en växande marknadsandel i Europa.

4. **Monitoring & Control Technology**

Här erbjuds avancerade lösningar och mätteknik för att övervaka och styra produktionsprocesser och utsläpp. Segmentet har en stark position inom mjukvarulösningar och säljer både genom egna bolag och distributörer. Detta gör att kunderna kontrollera viktiga parametrar i realtid, vilket stärker relationen med kunderna.



Affärsmodell



Investment AB Latour	30,0%
Neudi Kapital AB	10,0%
IF Skadeförsäkring AB (publ)	9,9%
Cliens Småbolag	5,8%
FJÄRDE AP FONDEN	5,7%
Swedbank Robur Småbolagsfond Sverige	5,5%
Lannebo MicroCap	3,0%
Swedbank Robur Exportfond	3,0%
RBCB LUX UCITS EX-MIG	1,6%
Handelsbanken Nordiska Småbolag	1,5%

Ägarbild:

Latour AB:s ägandeskap i Nederman, där de innehar 30% av aktierna, utgör en betydande styrka för bolaget. Latour är ett av Sveriges mest framstående investmentbolag, känt för sina långsiktiga och framgångsrika investeringar i industriföretag. Deras djupa förståelse för industrisektorn och fokus på hållbarhet och innovation är helt i linje med Nedermans strategi. Latours finansiella muskler och strategiska insikter ger Nederman både stabilitet och resurser för att fortsätta växa på en global marknad. Dessutom signalerar Latours engagemang en hög nivå av förtroende för Nedermans affärsmodell, vilket stärker bolagets position hos andra investerare. Denna starka ägarbild bidrar till att säkerställa långsiktigt värdeskapande och ökar Nedermans förmåga att hantera både marknadsutmaningar och framtida tillväxtpotentialer.

Sammanfattad affärsmodell:

- Global ledare inom miljöteknik
- Flertals intäktströmmar
- Diversifierade affärssegment
- Fokus på hållbarhet och innovation
- Stark ägarstruktur

Marknad och Konkurrens

Att behålla en konkurrensfördel i en fragmenterad marknad

Den globala marknaden för luftrening och filtrering förväntas växa med en årlig tillväxttakt (CAGR) på 6,0% fram till 2030. Marknaden är fragmenterad, med några stora aktörer och ett flertal lokala företag.

Nederman innehar cirka 4% av den globala marknaden, men företaget växer snabbare än marknaden, med en uppskattad omsättningstillväxt på 7,6% per år fram till 2030. Denna tillväxt drivs av ökande efterfrågan på miljöteknik, hårdare miljölagstiftning och en ökad medvetenhet kring hållbarhet.

Marknadstrender och drivkrafter

Nedermans framgångar på marknaden stärks av flera faktorer:

- **Ökande energipriser:** Detta har skapat ett större behov av energieffektiva lösningar inom industriell produktion, något som Nedermans produkter och system kan tillgodose.
- **Miljölagstiftning:** Strängare regleringar kring utsläpp och arbetsmiljökrav på både nationell och internationell nivå driver efterfrågan på luftfiltreringssystem.
- **Industrins renoverings- och byggcykler:** Både nybyggnation och renoveringar inom industrin ökar behovet av moderna filtreringslösningar, vilket gynnar Nedermans produktutbud.

Motståndskraft mot störningar i värdekedjan

En stor fördel för Nederman är företagets geografiska spridning av produktion. Med 30 egna produktionsanläggningar och 20 certifierade outsourcade produktionsanläggningar spridda över världen, har Nederman visat sig mer motståndskraftiga mot störningar i leveranskedjan. Detta står i kontrast till konkurrenter som **Absolent**, vilka är mer beroende av produktionscentra i Europa och Kanada. Den globala spridningen av Nedermans produktionsanläggningar ger företaget en flexibel leveranskedja som kan hantera globala utmaningar såsom pandemier, handelskonflikter och ökade fraktkostnader.

Konkurrensanalys och teknologisk fördel

Nederman har en konkurrensfördel genom sina avancerade **övervaknings- och kontrollsystem**. Dessa teknologier är svåra för konkurrenter att replikera på grund av de höga utvecklingskostnaderna, vilket ger Nederman en nästan monopolställning inom detta segment. Flera konkurrenter har inte kunnat erbjuda liknande teknologiska lösningar, vilket gör att Nederman kan erbjuda kunder stora kostnadsbesparingar och långvariga kontrakt genom sin tekniska överlägsenhet. Detta monopol driver efterfrågan i deras lönsamma **Service & Aftermarket**-segment, där kunderna förlitar sig på Nedermans expertis och lösningar över tid.



Värdering

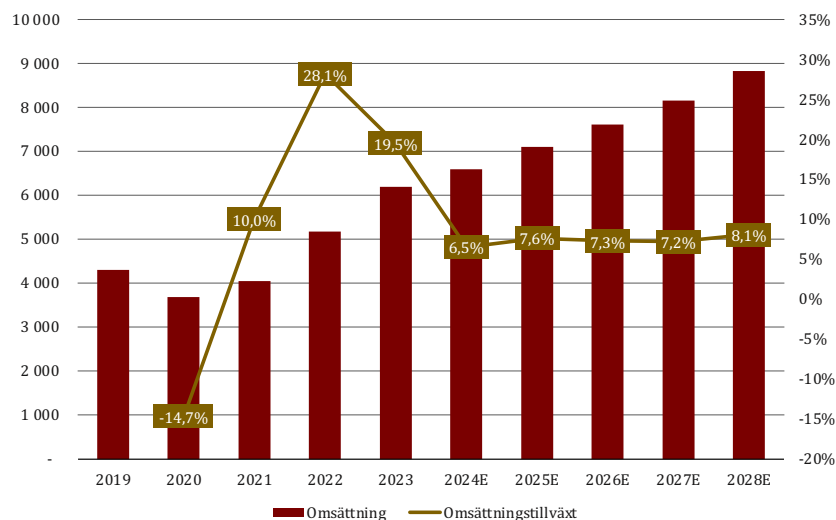
Historik och dagsläge

Nederman har sedan 2020 haft en stadig quarter on quarter tillväxt i omsättning som först nu i Q2 24 börjat stagnera. Detta, såväl som den minskade orderingången under Q2 är enligt bolaget huvudsakligen hänförligt till ett minskat antal stora ordrar respektive projektleveranser inom processteknik segmentet. De övriga tre segmenten uppvisar fortsatt stadig och/eller positiv utveckling.

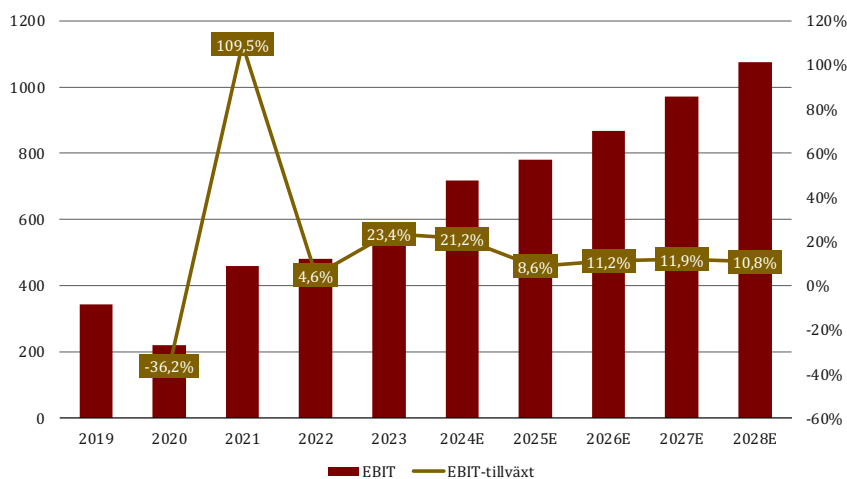
Bolagets EBIT har historiskt sett upplevt en stadig year to year tillväxt, med undantag för 2020 då covidpandemin tog sitt fäste. Även då återhämtade sig bolaget relativt snabbt, och var tillbaka till starkt positiv omsättningstillväxt under slutet av 2020. Till skillnad från omsättningen, som har sett en svagare utveckling under senare kvartal, så har EBIT förblivit stark. Detta tyder på en långsiktigt god organisk tillväxt för bolaget.

Nederman har, historiskt sätt och i dagsläget, varit utsatta för short-term risker anknutna till exponeringen mot högcykliska industrier. Denna risk kan ta skruv vid lägre investeringsvilja som konsekvens av lågkonjunktur. Bolaget har tidigare uppvisat en viss resiliens mot svåra makromiljöer, då de tidigare lyckats bibehålla starka marginaler trots hög inflation. Detta tyder på en hög pricing power, vilket är en stor fördel under långsiktig inflation och makro relaterade orosmoln.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



EBIT and EBIT growth (MSEK)



Värdering

Vi har valt att använda oss av en DCF- och peervärdering som värderingsmetoder i analysen av Nederman.

Peervärdering

Nedanstående peers har valts ut med avseende på karakteristika liknande Nedermans. Detta innefattar, men är ej begränsat till branschtillhörighet, storlek och marknadsmodell. Valda peers är dock verksamma inom varierande geografiska segment, detta för att differentiera. Nederman uppvisar en relativt hög uppsida i jämförelse med valda peers avseende 2025E.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Absolent	18,50	15,00	13,80
Systemair	17,70	13,40	9,50
Sdipotech	14,30	12,90	10,10
Lindab	14,60	12,20	8,20
Average	16,28	13,38	10,40
Nederman	13,90	11,51	7,47
Upside/downside	17,1%	19%	46%

DCF

I DCF-värderingen har vi beräknat en WACC på 10,3%. För denna har vi valt att använda oss PWC:s senast publicerade långsiktiga riskfria ränta, som uppgår till 2,9%. Vi estimerar en omsättningstillväxt för 2024 på 6,5%, efterföljt av ett årligt genomsnitt på 7,6%. Detta faller något kort bakom den föregående CAGR ledandes upp till nutid. Vi estimerar en lägre omsättningstillväxt till följd av en nedåtgående trend i omsättning under

senare kvartal, såväl med en beaktan för makro risker knutna till bland annat protektionism inom vissa av Nedermans geografiska segment. Vi estimerar en EBIT-marginal på 10,9% till 2024E, till följd av en estimerad procentuell ökning i rörelseintäkter som överstiger den av omsättningen. Detta är till största del hänförligt till en fortsatt stark organisk tillväxt i framför allt övervaknings- och styrteknik segmentet, såväl som estimerat ökande recurring revenue från företagets service and aftermarket del. Genom DCF-värderingen estimerar vi en uppsida på 6,4%, och således en riktkurs på 230 kr.

WACC	Change in Revenue						
	-19,5%	-13,0%	-6,5%	0%	6,5%	13,0%	19,5%
16,3%	-84%	-75%	-62%	-45%	-22%	8%	49%
14,3%	-81%	-70%	-54%	-34%	-5%	32%	82%
12,3%	-76%	-62%	-44%	-18%	18%	65%	128%
10,3%	-69%	-52%	-27%	6%	53%	115%	199%
8,3%	-58%	-35%	-1%	46%	110%	198%	316%
6,3%	-38%	-2%	50%	122%	223%	360%	545%
4,3%	19%	88%	188%	331%	531%	806%	1177%

WACC	Change in EBIT margin						
	-3,9%	-2,6%	-1,3%	0%	1,3%	2,6%	3,9%
16,3%	-70%	-62%	-53%	-45%	-37%	-28%	-20%
14,3%	-63%	-53%	-43%	-34%	-24%	-14%	-4%
12,3%	-53%	-41%	-29%	-18%	-6%	6%	18%
10,3%	-38%	-23%	-8%	6%	21%	36%	50%
8,3%	-12%	7%	26%	46%	65%	85%	104%
6,3%	36%	65%	94%	122%	151%	179%	208%
4,3%	170%	224%	278%	331%	385%	439%	493%

Värdering

Sammantagen prognos

Nederman visar från de två olika värderingsmetoderna, en stark uppsida i jämförelse mot peers såväl som stabila prognoser för tillväxt i mått anknutna till kärnverksamheten. Bolaget uppvisar en historisk stabilitet och resiliens mot inflation samt återhämtningsförmåga från svåra makromiljöer. Bolaget har sammantaget både en historisk och nuvarande tydligt god karakteristika och prestationstrend som således gör aktien desto mer attraktiv.

Omsättning	6187,8	6592,6	7095,5	7,1%
EBITDA	851,3	1166,0	1228,8	20,1%
EBIT	592,8	718,6	780,5	14,7%
EBT	476,2	646,9	714,9	22,5%
Resultat	340,9	501,8	554,1	27,5%

Värdering	2023	2024E	2025E
EV/EBITDA	10,7	7,8	7,4
EV/EBIT	15,4	12,7	11,7
P/E	26,8	18,2	16,5



Rekommendation

Med en stark marknadsposition, geografisk fördel mot peers, kontinuerliga tillväxt och allt annat sammantaget, befinner sig nederman i god position för att kapitalisera på en framtida marknad.

Trots eventuella risker på kort sikt så är mycket av detta redan inprisat i dagens värdering. Nederman har även tidigare visat snabb återhämtningsförmåga vid svåra makroförhållanden, som vid covidpandemin.

Med en stark ägarbild innefattande bland annat Latour tillsammans med allt det nämnda, såväl som en genomsnittlig uppsida från DCF- och peervärdering på 16% så ser helhetsbilden för framtiden överväldigande ljus ut. Rekommendation blir därför **BEHÅLL**.

