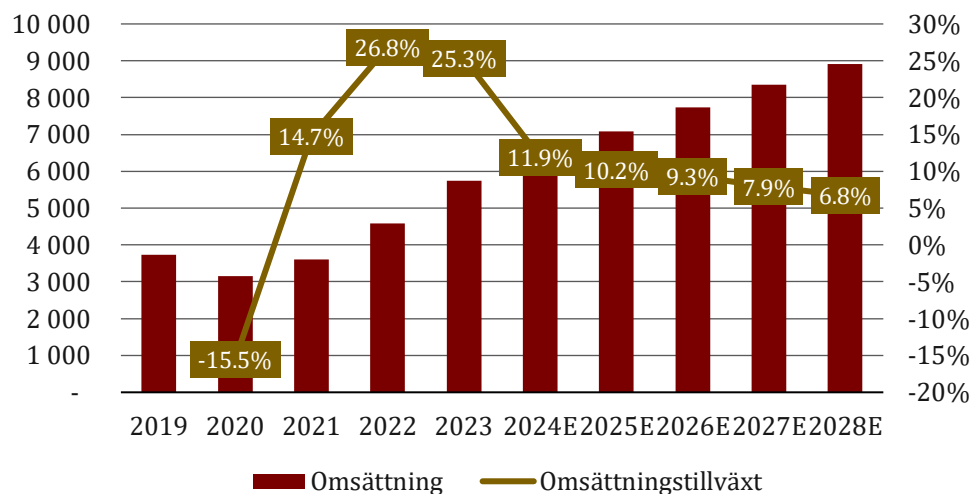


VBG Group AB

VBG Group; Kvalitet i varje koppling – En aktie att hålla fast vid

VBG Group är en ledande aktör inom vissa selekterade industriella nischer så som släpvnagskopplingar, klimatsystem och mekaniska transmissionskomponenter. Företaget har som mål att växa 10% årligen med hjälp av organiskt tillväxt samt genom 1 till 3 förvärv årligen. VBG har överträffat marknadens förväntningar de senaste två åren. Under 2023 redovisade bolaget en EBITA på 858 miljoner kronor, en betydande ökning från 558 miljoner kronor 2022. Denna tillväxt drevs av en förbättrad EBIT-marginal, som steg från 11,5% till 14,4%, samt en omsättningstillväxt på 25,3% mellan åren. Detta har resulterat i att aktiekursen har ökat med 86% på 1 år. Trots den starka kursuppgången ser vi fortsatt potential i företaget och anser att aktien fortsatt förtjänar en plats i portföljen.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



Analytiker

Beppe Grönmark
Hannes Krüger
Jonathan Berg

Nyckeltal

Handelsplats	Mid Cap
Sektor	Industri
Börsvärde (MKR)	9 758
Enterprise Value	10 025
Nettoskuld/EBITDA	0,27
Direktavkastning (%)	1,87
P/E	14,38
EV/EBIT	10,8
EPS	26,07
ROE (%)	16,6
ROIC (%)	14,6
ROA (%)	10,4

Värdering

Aktiekurs	377,5 SEK
Riktkurs DCF	426,1 SEK
Riktkurs Peers	463,2 SEK
Uppsida/nedsida	14-23%
Rekommendation	Behåll



Investment Case

En stark tradition av innovation och säkerhet sedan 1951

VBG Group AB, grundat 1951 av Herman Krefting i en källarlokal i Vänersborg, har sitt ursprung i en stark passion för trafiksäkerhet. Krefting såg tidigt att de dåvarande släpvagnskopplingarna var otillräckliga och utgjorde en potentiell trafikfara, vilket ledde till utvecklingen av förbättrade lösningar. Denna innovation lade grunden för dagens VBG, en internationell koncern som med sina 2 082 anställda är verksam i 15 länder.

Framgångsrik expansion skapar förtroende

Under 2023 visade VBG en imponerande omsättningstillväxt på 25,3%. I en tid då elektrifiering och hållbara transporter står i fokus har företaget framgångsrikt ökat både sin omsättning och sina marginaler, med särskilt starka resultat på den amerikanska marknaden. Politiskt drivna program, såsom "Clean School Bus Program", har varit avgörande för företagets division MTS framgångar inom elektrifierade transporter. VBG har en konkurrensfördel inom området då företaget, till skillnad mot konkurrenter, har klimatsystem som är bättre lämpade för elektriska fordon. Företagets starka konkurrensfördel har positionerat företaget som en nyckelaktör på marknaden och under 2023 ökade omsättningen i divisionen MTS med 41,5%. Clean School Bus Program, som pågår fram till 2026, utgör en betydande möjlighet för VBG att stärka sitt varumärke i USA ytterligare. New York har beslutat att hela skolbussflottan ska vara elektrisk senast 2035 och att samtliga skolbussar efter 2027 ska vara elektriska, vilket visar att trenden mot elektrifiering av skolbussar är här för att stanna. Detta skapar betydande möjligheter för VBG att fortsätta växa inom detta segment, och med detta som företagets största division

bedömer vi att det kommer att vara en central del av VBG:s framtida tillväxt.

Expansion genom förvärv har varit en central del av bolagets strategi. Genom att systematiskt rikta in sig på marknadsledande företag har VBG byggt en diversifierad och bred produktportfölj som täcker flera branscher och marknader. Vi ser strategin som en god möjlighet till fortsatt expansion eftersom företagets starka varumärke, som präglat dess historia, fungerar som en stabil plattform för att effektivt integrera nya produkter och bolag i sina globala försäljningskanaler. Denna kombination av stark varumärkesstyrka och väletablerade distributionskanaler menar vi kommer göra att VBG fortsatt innehar en ledande marknadsposition, även i en föränderlig omvärld.

Trots att VBG historiskt har gjort förvärv till relativt höga priser har bolaget lyckats bibehålla en solid finansiell ställning, vilket inger förtroende för dess långsiktiga strategi. Bolagets historiska finansiella styrka, en soliditet över 55% de senaste 6 åren, öppnar för fortsatt expansion genom förvärv, vilket vi bedömer kommer att vara en viktig komponent i VBG:s tillväxtstrategi framöver för att fortsätta sin globala expansion.

Slutsats

Med sin starka marknadsposition, stabila finansiella grund och beprövade förmåga att generera värde genom både organisk tillväxt och strategiska förvärv, anser vi att VBG är väl positionerat för att möta framtida utmaningar och möjligheter. Den pågående elektrifieringen av bussar i USA öppnar upp en stor marknad för företaget och kommer vara en viktig faktor för fortsatt tillväxt. Vi rekommenderar att behålla aktien, då bolagets långsiktiga potential är stor.

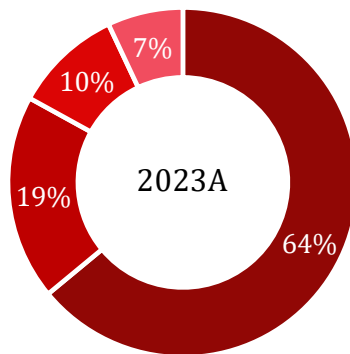


Affärsmodell

VBG står för långsiktigt aktivt ägande av marknadsledande industriföretag inom sina nischer. Företaget arbetar decentraliserat och business-to-business. VBG strävar efter att integrera förvärv för att skapa synergier mellan koncernens bolag; till exempel kan ett dotterbolag som vill etablera sig på en ny marknad dra nytta av att ett annat redan är verksamt där. VBG:s affärsidé är att förvärva, äga och utveckla bolag. De strävar efter att tillhandahålla ledande industrilösningar för ett säkrare samhälle. Inom koncernen finns 36 helägda bolag och en bred varumärkesportfölj.

Försäljningen fördelas inom olika kanaler, där OEM utgör majoritet, följt av distributörer och importörer, påbyggare och integratörer samt återförsäljare. Risken i kundbasen bedöms som låg tack vare dess diversifiering. VBG arbetar nära sina kunder, har ett starkt varumärke och en lojal kundbas, vilket bidrar till långvariga affärsrelationer. VBG utvecklar även produkter tillsammans med OEM:er, såsom den elektriska ambulansen som har tagits fram tillsammans med Lion Electric.

Försäljningskanaler



■ OEM ■ Distributörer & importörer ■ Påbyggare & integratörer ■ Återförsäljare

VBG delar upp sin verksamhet i tre divisioner: Truck & Trailer Equipment (TTE), Mobile Thermal Solutions (MTS) samt Ringfeder Power Transmission (RPT).

Truck & Trailer Equipment

TTE är VBG:s ursprungsverksamhet och säljer släpvagnskopplingar, automatiska snökedjor och skjutbara tak genom två varumärken på en global marknad. Under 2023 stod segmentet för 30% av totalomsättningen och 42% av koncernens EBITA. Divisionen har en historia av starka marginaler och hade under 2023 en rörelsemarginal på 21%. I en intervju framhåller VD:n att de har "pricing power" inom TTE mot sina kunder, vilket innebär att de kan höja priserna mot sina kunder utan att förlora volymer. Under 2023 genomförde VBG prishöjningar i divisionen utan att se en volymnedgång, vilket bekräftar denna förmåga och understryker styrkan i bolagets varumärken. VBG:s kunder höjde i sin tur sina priser med god effekt. Segmentet har dessutom den högsta andelen eftermarknad inom koncernen samt en stabil marginal, även under nedgångar i konjunkturen, vilket gör segmentet mindre cykliskt. Eftermarknad innefattar service och underhåll i syfte att upprätthålla kvaliteten, i linje med VBG:s vision. Eftermarknad står för 22% av koncernens omsättning där majoriteten finns inom TTE. Efterfrågan på mer anpassade industrilösningar ökar vilket leder till en större eftermarknadsaffär, som kan driva tillväxt framåt.

Mobile Thermal Solutions

MTS förvärvades från Ratons 2016 och tillverkar klimatsystem för fordon inom två segment:



Affärsmodell

Bussar: skolbussar har varit en framgångsrik marknad för VBG, särskilt i USA, tack vare landets "Clean School Bus Program", där skoldistrikten fått ekonomiskt stöd för att elektrifiera skolbussar. Satsningen är värd 5 mrd usd och påbörjades 2021 över en fem års period. Många av skoldistrikten har som mål att elektrifiera alla sina bussar inom 10–20 år. Dessutom har delstaten New York beslutat att alla skolbussar köpta efter 2027 måste vara eldrivna, samt att alla skolbussarna ska vara utbytta 2035. Under pandemin drabbades detta segment av minskad efterfrågan på grund av distansundervisning, vilket minskade behovet av dessa komponenter. I februari 2023 lanserade VBG ett nytt förvarumärke för detta segment, Bus Climate Control (BCC), med fokus på Nordamerika. Det äldre varumärket, Mobile Climate Control (MCC), kvarstår med fokus på terräng- och nyttofordonsmarknaden.

Off-road: MTS tillverkar klimatsystem för fordon inom segmentet off-road, som exempelvis grävmaskiner och andra industriella fordon. Kunder inkluderar byggföretag som strävar efter att förbättra hållbarheten i företaget.

Under 2023 stod MTS för 55% av omsättningen men endast 44% av EBITA. Divisionen har den lägsta rörelsemarginalen av de tre divisionerna och rapporterade en rörelsemarginal på 12,4% under 2023. Marknaden gynnas av statliga hållbarhetsåtgärder och strängare miljödirektiv, vilket ger potential för stark tillväxt och förbättrade marginaler. Om segmentet fortsätter växa kan det bli en större del av koncernens resultat och driva ytterligare tillväxt. Även om tillväxttakten för MTS avtar, kan dess bidrag ändå säkerställa en stabil tillväxt för hela koncernen.

Ringfeder Power Transmission

1997 förvärvade VBG RPT, som tillverkar mekaniska komponenter för mekanisk kraftöverföring och dämpning i olika industrier. Framåt ska det indiska förvärvet Rathi, samt dess dotterbolag i Australien och Tyskland,

integreras i portföljen under RPT. Förvärvet producerar avancerade kopplingslösningar och kopplingsprodukter för industriellt bruk. Strategin är tydlig: att etablera sig på den snabbt växande indiska marknaden och samtidigt använda VBG:s globala säljkanaler för att distribuera Rathi produkter, något de tidigare lyckats göra med framgång. Ett exempel är förvärvet av Tuschen und Zimmermans industribromsaffär, som förvärvades för blygsamma 4,3x EBITA, och där omsättningen växte med 400% på ett år tack vare VBG:s starka kundrelationer med över 10 000 kunder. För Rathi betalade VBG 300 miljoner kronor, motsvarande cirka 12x EBITDA, vilket är högre än vad VBG själva värderas till på börsen. Multipelarbiterage är inte syftet, man vill förvärva nischledare, trots att det kostar lite extra. Även om förvärvet inte påverkar siffrorna markant, då omsättningen endast ökar med 2,5%, är det en strategisk satsning. RPT står idag för 15% av koncernens omsättning och 14% av EBITA.

Förvärvsstrategi

VBG är inte stressade att förvärva vilket beskrivs i VD-orden i årsredovisningen 2023: "vi är inte en förvärvsmaskin". Bolaget beskriver sina potentiella förvärvsobjekt som små och medelstora bolag som är marknadsledande inom sina nischer och har egna, värdeskapande varumärken. I en intervju med Kvalitetsaktiepoddens betonade VD Anders Erkén att även om målet är att göra 1–3 förvärv årligen, sker inga förvärv för sakens skull. Förvärvsobjekten måste komplettera VBG:s verksamhet och fylla ett tydligt syfte. Målet är att växa 5% organiskt, medan resterande tillväxt ska komma genom förvärv. Den stabila balansräkningen möjliggör detta utan att äventyra skuldsättningen eller kräva emission av nya aktier. Nettoskulden är låg och man har en kassa som kan betala av de kortfristiga skulderna, samt en nettoskuld/EBITDA på 0,27x.

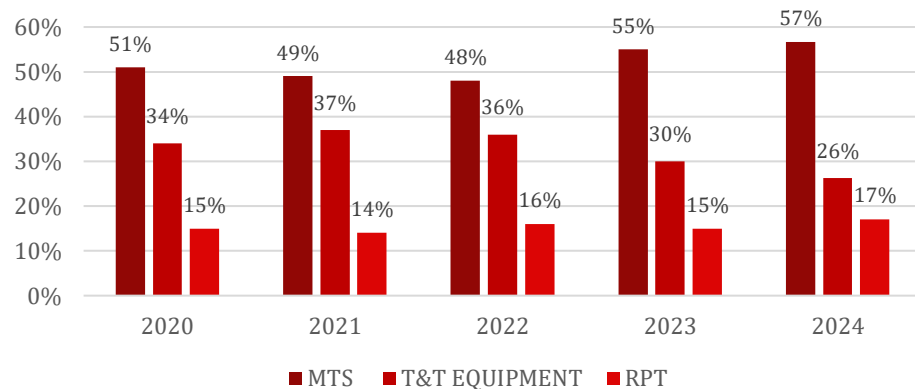


Affärsmodell

Att bli förvärvad av VBG är attraktivt för många företag, eftersom koncernen bidrar med både kompetens och kapital, vilket ger stabilitet. Erkén framhåller även att entreprenörerna får behålla sina bolags kultur, samtidigt som VBG blir en långsiktig ägare. Vanligtvis sker förvärven med en earn-out-struktur, vilket ger entreprenörerna incitament att fortsätta utveckla sina bolag.

VBG har inte förvärvat sen slutskedet av 2023, och det återstår att se om ett förvärv genomförs under Q4 för att uppfylla målet om 1–3 förvärv årligen.

Historisk omsättningsfördelning



Ägarbilden

VBG Groups största ägare är Herman Kreftings Stiftelse för allergi- och astmaforskning, som grundades av bolagets grundare Herman Krefting. Han skapade också två ytterligare stiftelser: Stiftelsen SLK-anställda och Stiftelsen VBG-SLK.

Vi ser dessa starka ägare som en positiv faktor, då VBG själva påpekar att detta har bidragit till finansiell stabilitet och möjliggjort långsiktig lönsamhet. De två mindre stiftelserna äger visserligen mindre kapital, men har en betydande andel röster, eftersom alla A-aktier ägs av stiftelserna. Totalt står stiftelserna för 28,8 % av kapitalet och 62,9 % av rösterna.

Ägarlista	Kapital	Röster
10 största ägare		
Herman Kreftings Stiftelse för Allergi- & Astmaforskning	22,6%	28,3%
Nordea Funder	8,6%	4,8%
SEB Funder	6,5%	3,6%
Lannebo Funder	6,2%	3,4%
Swedbank Robur Funder	4,4%	2,5%
Stiftelsen SLK-anställda	4,3%	24,2%
IF Skadeförsäkring	4,2%	2,3%
Fjärde AP-Fonden	2,9%	1,6%
Stiftelsen VBG-SLK	1,9%	10,4%
Avanza Pension	1,4%	0,8%

Insynspersoner

Anders Erkén, som är VD sedan 2023, äger aktier i bolaget för 3,79 miljoner SEK. Näst störta insider är Fredrik Jignéus som är CFO med ett innehav på 1,24 miljoner SEK. Även två styrelsemedlemmar och styrelseordförande äger aktier i företaget med innehav på 0,75 miljoner, 0,41 miljoner och 0,38 miljoner SEK.

Under 2024 har det skett fyra insynsköp. Två köp av VD Anders Erkén för ett sammanlagt värde av ca 420 000 SEK till kurserna 278,5 och 382,78. Även två köp av CFO Fredrik Jignéus för värdet av ca 243 000 SEK till kurserna 278,5 och 386. Senaste insiderförsäljningen skedde år 2015.



Marknad och Konkurrens

En global koncern med stark marknadsposition

VBG är verksamma i 15 länder och har under lång tid successivt utvidgat sin geografiska närvaro. Koncernens mest betydande marknader utgörs av Nordamerika och Europa, vilka står för 55% och 34% av bolagets totala omsättning.

Genom bolagets förvärvsstrategi, där VBG fokuserar på att förvärva marknadsledande företag inom sina nischer, har koncernen framgångsrikt etablerat sig på nya marknader och snabbt byggt upp en stark position. VBG innehar en ledande marknadsposition inom samtliga sina affärssegment, med särskilt stark ställning inom divisionen Truck & Trailer Equipment. Inom detta segment står VBG för mer än 50 % av den globala marknaden för släpvagnskopplingar och cirka 65 % av världsmarknaden för automatiska snökedjor.

Inom divisionen Mobile Thermal Solutions möter VBG större konkurrens, men bolaget har genom sina konkurrenskraftiga klimatsystem lyckats stärka sin marknadsposition. Även divisionen Ringfeder Power Transmission är utsatt för mer konkurrens.

VBG har en betydande konkurrensfördel genom sin storlek inom de olika nischer företaget verkar i. Som marknadsledare har bolaget etablerat en stark varumärkesigenkänning, vilket ytterligare förstärker dess konkurrensfördel. VBG:s varumärke är starkt förknippat med kvalitet, särskilt i kundrelationer. Uttrycket "VBG-koppling" är idag väl etablerat inom släpvagnsindustrin, vilket bekräftar bolagets starka identitet och förstärker dess position på marknaden.

Marknadstrender

Politiska aktiviteter: Ett ökat fokus på hållbarhet har resulterat i omfattande stimulanspaket på flera marknader för att främja övergången till fossilfri energi. "The Inflation Reduction Act of 2022 (IRA)" har bidragit till en ökning av produktionen av elektrifierade fordon i USA och EPA:s "Clean School Bus Program" har skapat ett behov av specialanpassade klimatsystem för bussar. VBG har framgångsrikt kunnat dra nytta av sin konkurrensfördel inom detta område. Med tydliga globala klimatmål som riktmärke, tyder mycket på att statliga stimulanspaket, regleringar och program kommer att fortsätta driva utvecklingen av marknaden för elektriska fordon, vilket i sin tur kommer att öka efterfrågan på anpassade klimatsystem.

Säkerhet och arbetsförhållanden: Det ökande behovet av förbättrad säkerhet och bättre arbetsförhållanden för vägtransportchaufförer utgör, och kommer fortsatt att utgöra, en central trend för VBG. I takt med att transporter blir längre och tyngre, får säkerhetsaspekten en allt större betydelse, då förarnas arbetsklimate utsätts. Produkter som automatiska släpvagnskopplingar, automatiska snökedjor samt skjutbara tak för semitrailers kommer att vara avgörande komponenter för att höja trafiksäkerheten och skapa tryggare arbetsmiljöer på vägarna.



Värdering

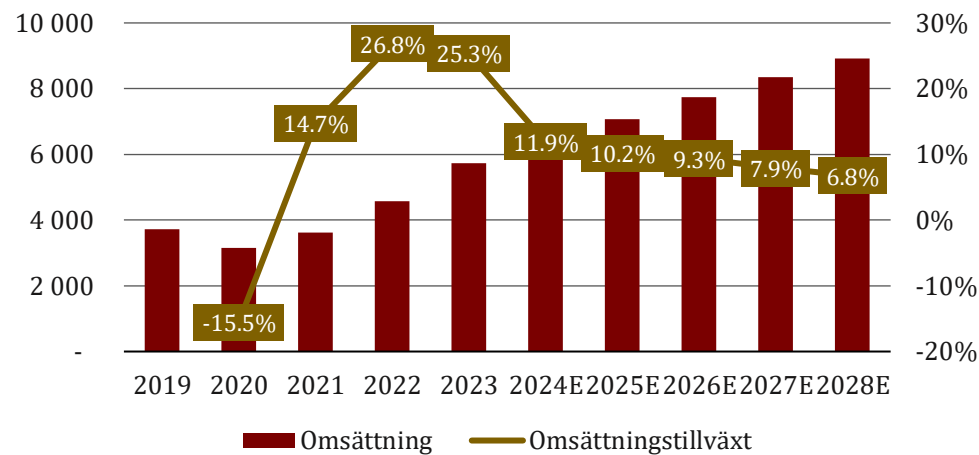
Omsättning:

VBG Group har uppnått en stark omsättningstillväxt på över 25% både 2022 och 2023, vilket har gjort att företaget nått sitt mål om en genomsnittlig årlig tillväxt på över 10 % över fem år. Tillväxten under dessa år har dock delvis påverkats av återhämtningen från pandemin. Trots stark prestation, särskilt i den växande USA-marknaden för klimatsystem, har tillväxten 2024 börjat plana ut mot det 5-åriga genomsnittet. Detta beror främst på en svag aktivitet inom semi-trailer branschen i Europa. Vi estimerar att tillväxten förväntas sjunka till 11,9 % under 2024. Givet den historiska volatiliteten i omsättningstillväxten är det rimligt att inta ett mer försiktigt förhållningssätt till den framtida omsättningstillväxten, trots den stora potentialen.

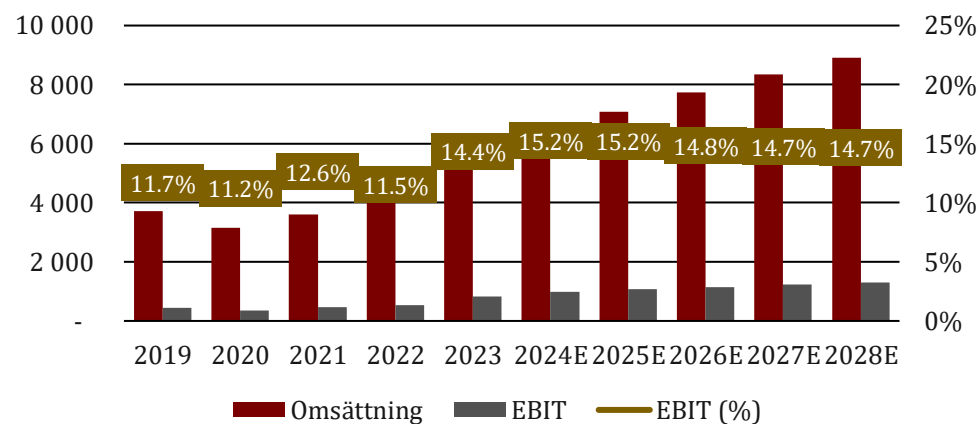
Rörelsemarginal:

Med en stark marknadsposition och en lojal kundbas har VBG goda möjligheter att justera sina priser inom divisionen TTE. Företaget har som mål en rörelsemarginal på 15% och under 2023 var den 14,9%. Divisionen Mobile Thermal Solutions, som historiskt haft de lägsta marginalerna, har under första halvåret 2024 markant ökat sin marginal till 14,1% från 10,8% under samma period 2023. Trots att divisionen agerar på en fragmenterad marknad, bedömer vi att marginalerna kommer att stabiliseras på nuvarande nivå, runt 14%. Detta stöds av de kostnadseffektiviseringar och förbättrade produktionsprocesser som företaget implementerat i divisionen, vilket bidrar till en mer hållbar marginalutveckling framöver. Mobile Thermal Solutions bedöms ha den största potentialen för framtida tillväxt, vilket medför en förväntning om att VBG:s rörelsemarginal kan komma att minska något över tid.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Värdering

Relativvärdering

Vi har valt ut dessa Peers eftersom de har en affärsmodell som liknar VBG Groups. De är industribolag som satsar på förvärv för att växa. Vissa, som Teqnon och Concentric, gör fler förvärv medan andra, som SKF och AQ Group, genomför färre.

Relativvärdering medelvärde (nutid, T)			
	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Beijer Alma	19,70	13,90	10,20
Concentric	28,00	21,90	15,00
Teqnon	28,20	22,10	16,00
OEM International	28,00	21,60	19,00
SKF	15,70	10,80	7,40
AQ Group	16,20	13,00	9,70
Average	22,63	17,22	12,88
VBG Group AB	14,40	10,90	9,60
Upside/downside	57%	51%	28%

Relativvärderingen en tydlig uppsida för P/E (57%), EV/EBIT (51%) och EV/EBITDA (28%).

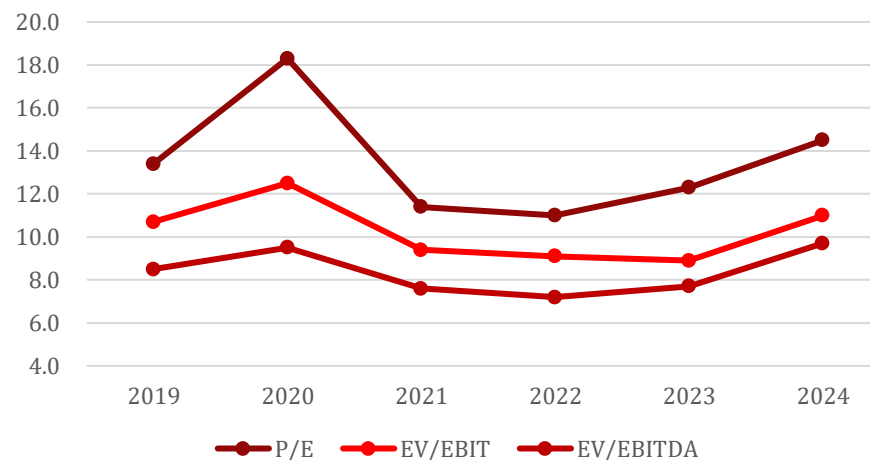
Relativvärdering medelvärde (nutid, T)			
	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Upside/downside /2	57%	51%	28%
Average Upside:	22,7%		
Riktkurs: []	463,2		

Vi anser att dessa siffror bör tolkas med viss försiktighet, eftersom bolaget inte bör värderas fullt ut som en serieförvärvare. Därför halverar vi den beräknade uppsidan, vilket ger en uppsida på 22,7 % och en riktkurs på 463,2 kr.

Historisk värdering

VBG-Groups multipelvärdering är i dagsläget P/E 14,4 vilket är högre än bolagets 5-åriga snitt på P/E 13,5. Även EV/EBIT på 10,9 är i dagsläget över 5-åriga snittet på 10,2. Samma sak gäller också för EV/EBITDA på 9,6 vilket är över det 5-åriga snittet som är 8,3.

Historisk multipel-värdering



Värdering

DCF

I vår DCF-analys har vi använt en WACC på 8,6% och en ERP på 6,7%, baserat på senaste riskpremiestudie från PWC. Vi räknar med en genomsnittlig omsättningstillväxt på 7,4% fram till 2030, medan rörelsemarginalen över tid gradvis minskar något från dagens nivå på 15%. Detta ger en riktkurs som innebär en uppsida på 14,23% från dagens kurs.

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
11,6%	-34%	-32%	-29%	-26%	-24%	-21%	-18%
10,6%	-25%	-22%	-19%	-16%	-13%	-9%	-6%
9,6%	-14%	-10%	-7%	-3%	1%	5%	9%
8,6%	1%	5%	10%	14%	19%	24%	29%
7,6%	21%	26%	32%	38%	44%	50%	56%
6,6%	50%	57%	64%	71%	79%	87%	95%
5,6%	95%	104%	113%	123%	134%	144%	155%

WACC	Change in EBIT margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
11,6%	-48%	-41%	-34%	-26%	-19%	-12%	-5%
10,6%	-41%	-32%	-24%	-16%	-8%	0%	8%
9,6%	-31%	-22%	-12%	-3%	6%	16%	25%
8,6%	-18%	-7%	3%	14%	25%	36%	46%
7,6%	-1%	12%	25%	38%	50%	63%	76%
6,6%	24%	40%	56%	71%	87%	102%	118%
5,6%	63%	83%	103%	123%	143%	163%	184%

Rekommendation

Sammanfattning

VBG har positionerat sig som marknadsledande inom de segment de verkar inom. Från att tidigare uttryckt sig som "störst eller näst störst" kan de nu med rätta kalla sig marknadsledare. Efter pandemin, som tog hårt på företagets tillväxt, har VBG uppvisat imponerande omsättningshastighet på över 25% under både 2022 och 2023.

Politiska aktiviteter har legat till stor grund för den senaste tillväxten. Genom det amerikanska "Clean School Bus Program" och den pågående övergången till elektriska skolbussar förväntas VBG:s tillväxt i Nordamerika fortsätta att stärkas. Samtidigt lyckas företaget höja sina priser inom divisionen TTE, i Europa, utan att förlora i volym. Den stigande marginalen inom divisionen MTS, tillsammans med stabiliteten i övriga verksamheter, indikerar att rörelsemarginalen kan stabiliseras kring 15%.

Bolagets förvärvsstrategi, stabila ägarstruktur och starka marknadsposition talar för fortsatt framgång. VBG:s expansion på nya tillväxtmarknader genom förvärv, där bolagets starka rykte och omfattande kontaktnät möjliggör synergier mellan verksamheterna, kommer ytterligare stärka VBG:s position som en ledande aktör. Risker kopplade till förvärvstakt bör tas i åtanke, men vi bedömer de inte tillräckligt stora för att betvivla en fortsatt global expansion.

Utifrån en relativvärdering och DCF konstateras en uppsida i aktien. Detta eftersom relativvärderingen pekar på en uppsida om 22,7% samtidigt som DCF pekar på en uppsida om 14,23%.

Rekommendation

VBG står en spännande framtid till mötes där den växande marknaden för klimatsystem i USA förväntas driva betydande tillväxt. Samtidigt bidrar bolagets förvärvsstrategi, stabila ägarstruktur och starka marknadsposition till fortsatt stabilitet. Sammantaget ser vi en fortsatt uppsida för VBG.

Vi rekommenderar därför att vi behåller VBG Group AB.

