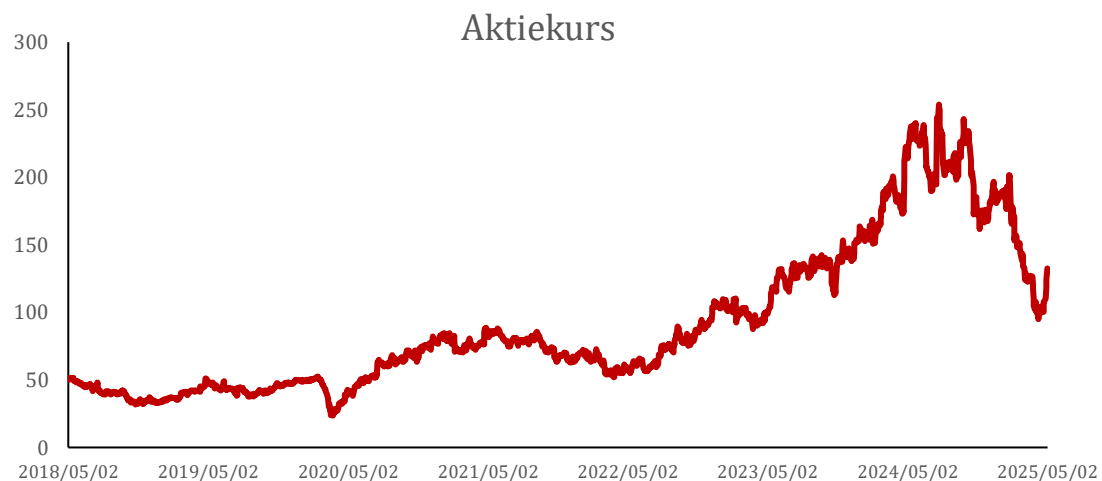


Munters Group

Munters – ett kvalitetsbolag med en het värdering

Munters kombinerar industrikompetens med teknisk innovation och är exponerat mot tre globala tillväxtområden – energieffektiv industri, datacenterkylning och digitaliserat jordbruk. Med starka marknadspositioner, strategiska förvärv som breddar erbjudandet och en växande andel mjukvaruintäkter står bolaget väl rustat för att leverera långsiktig värdetillväxt, även i ett mer osäkert konjunkturläge. Den höga teknikhöjden och skalbara affärsmodellen bidrar till både lönsamhet och attraktiva tillväxtmöjligheter framåt.

Munters är ett kvalitativt tillväxtbolag med starka marknadspositioner, men kurspotentialen bedöms trots det begränsad.



Analytiker

Hannes Krüger
Tobias Björling

Nyckeltal

Handelsplats	Large Cap
Sektor	Industri
Börsvärde (MKR)	24 441
Enterprise Value	32 115
Nettoskuld/EBITDA	3,0
Direktavkastning (%)	1,2
P/E	25,5
EV/EBIT	17,6
EPS	5,2
ROE (%)	11,1
ROIC (%)	5,4
ROA (%)	2,8

Värdering

Aktiekurs	132,5
Riktkurs DCF	121,9
Riktkurs Peers	194,8
Uppsida/nedsida	47,7% / -8%
Rekommendation	Avvakta



Investment Case

Munters Grundades 1955 och är en global ledare inom avancerade klimatlösningar. Med huvudkontor i Stockholm och omkring 5 400 anställda världen över har bolaget haft en stark tillväxtresa de senaste åren. Mellan 2021 och 2024 har omsättningen vuxit med över 100%, samtidigt som Munters i snitt har levererat en EBIT-marginal på 10,6%.

Munters har under 2024 visat att man kan kombinera organisk tillväxt med strategiska förvärv för att driva omsättning. Även om 2025 väntas bli ett något svagare år, främst på grund av lägre efterfrågan inom batterimarknaden som påverkar AirTech, ser vi fortsatta goda förutsättningar för långsiktig tillväxt.

Munters är väl positionerade att dra nytta av strukturella trender som digitalisering, hållbarhet och ökade AI-investeringar. Munters egna mål om 14 % tillväxt per år (inkl. förvärv) framstår som realistiskt utifrån strukturella trender i marknaden, och bolaget har en bevisad förmåga att integrera förvärv och leverera synergier. Samtidigt finns uppsida från bolagets digitala affärsmodeller med återkommande intäkter (ARR), särskilt inom FoodTech.

Trots detta ser vi i dagsläget inte tillräcklig uppsida för ett köp. Relativvärderingen indikerar en genomsnittlig uppsida på 47,7 %, men vår DCF-modell visar på en möjlig nedsida om cirka 8 %. Givet den senaste kursuppgången och fortsatt osäkerhet inom AirTech, väljer vi därför att avvakta. Munters förblir dock ett mycket intressant bolag för framtida investering vid ett bättre ingångsläge.

Viktigaste värde drivare:

- Ledande positioner inom tre strukturellt växande segment.
- Starkt momentum inom datacenterdriven kylning.
- Ökad andel återkommande intäkter från digitala lösningar i FoodTech.
- Förväntad marginalåterhämtning inom AirTech
- God förvärvshistorik och tydlig tillväxtagenda
- Långsiktiga och kapitalstarka ägare i ryggen

Estimat (mkr)	2024	2025E	2026E	CAGR
Omsättning	15 453	16 644	19 063	11,1%
EBITDA	2 485	2 591	3 154	12,7%
EBIT	1 841	1 913	2 511	16,8%
EBT	1 485	1 553	2 225	22,4%
Resultat	973	1 155	1 707	32,5%



Affärsmodell

En ledande aktör inom klimatlösningar

Munters utvecklar och levererar klimatsystem för industri, datacenter och livsmedelsproduktion. Genom sina produkter hjälper bolaget kunder att säkra driften, spara energi och minska utsläpp. Kunderna verkar inom livsmedel, läkemedel, elektronik och IT. Verksamheten bedrivs inom tre affärsområden: AirTech, Data Center Technologies (DCT) och FoodTech.

AirTech:

AirTech levererar lösningar för temperatur- och fuktkontroll i industrimiljöer som batteri-, läkemedels- och livsmedelsproduktion samt datacenter, där stabilt klimat är avgörande för kvalitet och drift. Clean Technologies renar luft från skadliga ämnen som VOC och bidrar till lägre utsläpp. Kunderna får hållbara och energieffektiva system som skyddar både utrustning och miljö. Service står för 20 % av försäljningen.

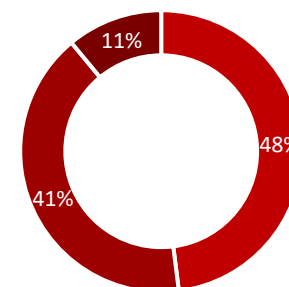
Data Center Technologies:

DCT utvecklar kylsystem för datacenter där energieffektiv temperaturkontroll är avgörande för att förhindra överhettning. Munters erbjuder både luft- och vätskekylda lösningar, inklusive CDUs som hanterar värme från IT-utrustning. Produkterna har visat sig vara särskilt viktigt vid ökad AI-användning då efterfrågan på datacenter ökar.

FoodTech:

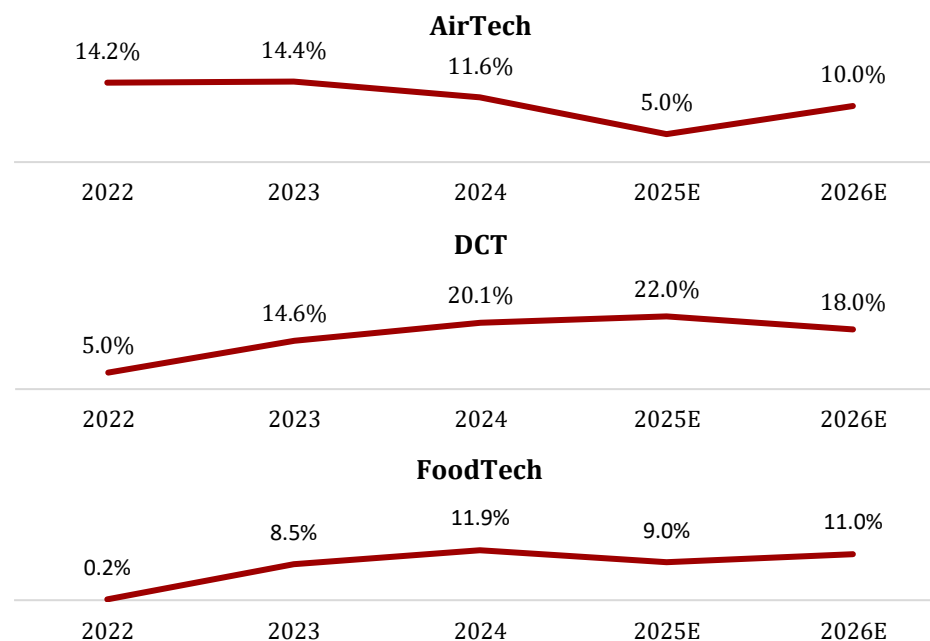
FoodTech erbjuder digitala kontrollsystem, sensorer och mjukvara för lantbruk och livsmedelsproduktion som kunden använder för att förbättra förhållanden för djur och grödor. Plattformarna ger realtidsdata och analys som ökar effektivitet, djurhälsa och minskar matsvinn. Munters har som ambition att skapa ett ekosystem för insamling och analys av hela den globala värdekedjan för livsmedelsproduktion. Affärsmodellen bidrar med återkommande intäkter från mjukvaran samt intäkter från service.

Omsättning per affärsområde



■ Airtech ■ DCT ■ Foodtech

EBIT-marginal per affärsområde



Affärsmodell

Ökat fokus på tillväxt genom förvärv

Munters har en aktiv förvärvsstrategi som syftar till att stärka sin marknadsposition inom sina segment. Fokus ligger på att bredda sin produktportfölj och få tillgång till kompletterande teknologier som kan stärka den befintliga verksamheten. Under 2024 genomfördes flera strategiska förvärv, och ledningen har kommunicerat ett tydligt mål om att öka den totala tillväxttakten till 14 % årligen, vilket indikerar en fortsatt hög förvärvsaktivitet även framåt.

Erfaren ledning och långsiktiga ägare skapar grund för tillväxt

Munters leds av VD Klas Forsström sedan 2019 som har lång erfarenhet från ledande positioner inom industrisektorn, bland annat från Sandvik. Han är även en betydande ägare med 170 600 aktier. CFO Katharina Fischer tillträdde 2023 och äger 1 500 aktier. Styrelseordförande Magnus Nicolin har haft rollen sedan 2022 och har tidigare erfarenhet från Ansell Limited, en australiensk global leverantör av personlig skyddsutrustning. Nicolin har ett tydligt incitament genom sitt innehav på 20 000 aktier och 267 522 köpoptioner i Munters.

Sedan 2017 är Munters största ägare FAM AB, som i sin tur är Wallenbergstiftelsernas helägda investeringsbolag. Munters ägs även av institutionella investerare som AP-fonderna. Denna typ av långsiktiga och kapitalstarka investerare anser vi ger goda förutsättningar för fortsatt satsning på lönsam tillväxt.

År	Antal förvärv	Köpeskilling (mkr)	Rörelseresultat förvärv (mkr)
2024	4	2125	225
2023	4	974	66
2022	3	774	29

Ägarlista	Kapital/Röster
FAM AB	28,0%
Swedbank Robur Fonder	6,2%
Första AP-fonden	5,0%
Capital Group	4,9%
Fjärde AP-fonden	3,7%
ODIN Fonder	3,6%
Vanguard	2,8%
Tredje AP-fonden	1,9%
Handelsbanken Fonder	1,9%
Nordea Fonder	1,7%



Marknad och Konkurrens

Marknad

Munters tre affärsområden - AirTech, Data Center Technologies (DCT) och FoodTech drivs starkt av globala megatrender för energi-effektivitet, digitalisering, hållbarhet och AI. För att möta den intensiva konkurrensen, efterfrågan i trenderna och säkra långsiktig tillväxt krävs kontinuerliga investeringar i FoU och CAPEX. Marknaden kännetecknas generellt av stora aktörer på lokal/regional nivå inom vardera segment och försäljningen sker B2B.

För att stärka sin marknadsposition och stötta fortsatt tillväxt har Munters under 2024 genomfört fyra strategiska förvärv:

- Inom AirTech förvärvades en specialist på Volatile Organic Compounds.
- Inom DCT kompletterade köpet av Geoclima portföljen av luft- och vattenkylda kylsystem.
- Inom FoodTech adderades AEI (styrsystem för äggproduktion) och Hotraco (jordbrukssensorer).

Munters är globalt närvarande i alla tre affärsområden, med en försäljningsfördelning på:

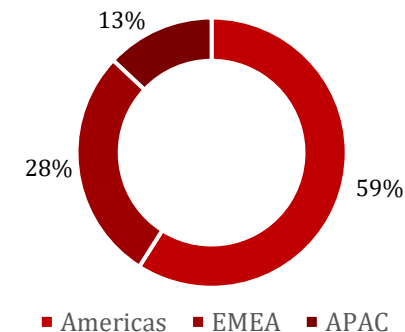
- Nord-, Central- och Sydamerika: 59 %
- Europa, Mellanöstern och Afrika: 28 %
- Asien och Stilla-havsområdet: 13 %

Marknadstillväxt

- AirTech (HVAC-marknaden): 6,3 % CAGR till 2034
- DCT (datacenter-kylning): 10,6 % CAGR till 2029
- FoodTech (klimatstyrda växthus): 9,9 % CAGR till 2032
- Sammantaget snitt: 8,9% CAGR

Dessa tillväxttal visar att Munters strategi, som kombinerar organisk expansion med riktade förvärv, skapar möjlighet att ta marknadsandelar i de snabbt växande marknadssegment som bolaget agerar inom. Mättnad på batterimarknaden har dämpat efterfrågan inom AirTech, och kan enligt VD kvarstå under 2025. Samtidigt driver Munters AI-baserad styrning och molnplattformar för att optimera DCT-kylsystem, vilket redan stärkt deras ledarposition och där efterfrågan gynnas av AI-utvecklingen. Inom FoodTech använder man IoT-sensorer och AI-analys för att minska svinn och höja avkastning i klimatstyrda anläggningar. Dessa satsningar och fyra förvärv under 2024 gör Munters redo att möta kortsiktiga nedgångar och säkra långsiktig tillväxt på dessa tre växande marknader.

Omsättning per region



Marknad och Konkurrens

Konkurrens

Som nämnt verkar Munters i tre närliggande men tydligt åtskilda marknadssegment: AirTech, Data Center Technologies (DCT) och FoodTech - där höga teknik, innovation och driftskostnader skapar både globala jättar och specialiserade utmanare. Samtidigt fungerar dessa höga kostnader som inträdesbarriärer, vilket gör ständig innovation och lokal/regional anpassning avgörande för framgång.

På den industriella temperatur, luft och avfuktningmarknaden ställs Munters mot stora HVAC-aktörer som Carrier och Johnson Controls. Munters särskiljer sig genom djup produktkompetens och långsiktiga kundrelationer, inte minst genom förebyggande serviceavtal som säkerställer driftssäkerhet över tid.

Inom datacenterkylning möter Munters konkurrenter som Schneider Electric (STULZ) och Vertiv. Förvärvet av Geoclima 2024 gör det möjligt för Munters att erbjuda både luft- och vätskebaserade kylsystem i ett integrerat paket - från design och installation till molnbaserad övervakning och AI-styrd optimering. Den helhetslösningen ger en tydlig fördel gentemot de aktörer som bara levererar antingen luft- eller vätskekylning.

Inom FoodTech delar Munters kunder med globala aktörer som Priva och Argus Control Systems. Här tar Munters position genom att integrera egna IoT-sensorer, molnbaserade styrsystem och livscykelsservice. Förvärven av AEI (styrsystem för äggproduktion) och Hotraco (jordbrukssensorer) under 2024 har ytterligare stärkt erbjudandet.

Substitut i form av lågkostnadsalternativ kan snabbt minska marknadsandelar i de mer standardiserade delarna av klimat- och

kylbranschen, vilket pressar prisnivåer och marginaler. För att motverka detta utnyttjar Munters sin globala närvaro med produktion, utveckling, montering och försäljning i över 30 länder. Där de kan erbjuda anpassade, högkvalitativa lösningar med snabb lokal support. Denna kombination av räckvidd och lokal kompetens stärker varumärket, upprätthåller hållbarhetsprofilen och skapar höga bytebarriärer, även när kunder jämför mot billigare alternativ och ökar även motståndskraften på makronivå.

Utöver det nämnda fördelarna ser vi en tydlig utmaning som är det stora beroendet av ett fåtal stora industrikunder. Dessa kunders starka förhandlingsposition kan pressa priserna, särskilt inom datacenterkylning, och utgör därför en potentiell konkurrensnackdel.

Tydligaste konkurrensfördelarna

- Helhetslösningar med kombination av fysisk produkt, digitala plattformar och global service i ett paket ("stickiness").
- Lokal förståelse men samtidigt global närvaro. Deras regionala produktion är potentiellt en konkurrensfördel med USA:s nya tullar.
- Strategiska förvärv inom varje affärsområde för att fylla kunskaps- och behovsluckor i snabbt växande nischer.
- Stark energi- och hållbarhetsfokus som gynnar Scope 1, 2, 3 vilket blir alltmer centralt med ESRS rapportering. Stor Efterfrågan hos kunder.



Värdering

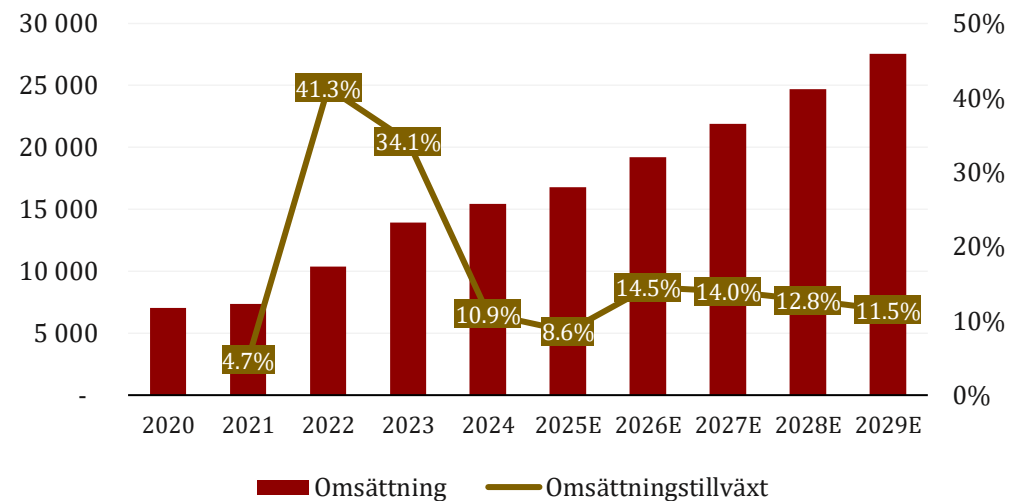
Långsiktig tillväxt med stöd av förvärv och strukturella trender

I maj 2024 höjde Munters sitt tillväxtmål till 14 % per år inklusive förvärv, upp från tidigare 10 % organisk tillväxt. Under året växte bolaget totalt 19 %, varav 5 % var organiskt. Tillväxten väntas dämpas något 2025, främst till följd av en svagare batterimarknad som påverkar AirTech negativt. Även avyttringen av Equipment inom segmentet FoodTech väntas påverka tillväxten. Vi förväntar oss att Munters framöver kommer uppvisa en stabil tillväxt med en CAGR på 12,1% mellan 2025 och 2031, där fortsatt förvärvsaktivitet kommer bidra. Tillväxten väntas drivas av hög efterfrågan på datacenterkyllning, där investeringar i AI och digital infrastruktur ökar snabbt. Inom FoodTech stärks affären genom skalbara digitala lösningar, där återkommande intäkter (ARR) väntas växa i och med en övergång till mer mjukvarubaserade erbjudanden. Vi räknar även med att tillväxten inom AirTech återhämtar sig längre fram, i takt med att investeringarna i batteriindustrin tar fart igen efter en svagare period.

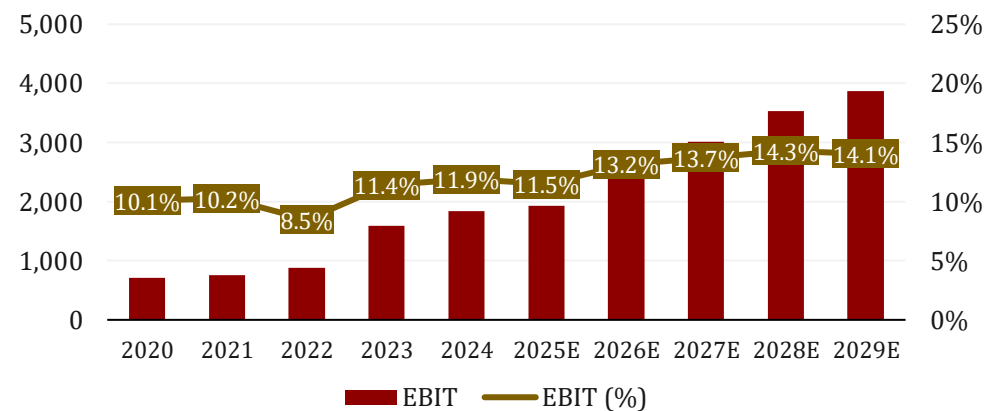
Förbättrade marginaler trots tillfällig motvind inom AirTech

Från en marginal på 8,5% 2022 har bolaget förbättrat effektiviteten genom prishöjningar, produktmixförbättringar och skalfördelar. Framöver förväntas marginalen över tid öka till omkring 14%. Den främsta bidragsgivaren är affärsområdet Data Center Technologies (DCT), där marginalen redan överstiger 18% till följd av stark efterfrågan, skalbarhet och det lönsamma förvärvet av Geoclima. Inom FoodTech anser vi att det finns utrymme för marginalförbättring då affärsområdet renodlas till digitala kontrollsystem och prenumerationsbaserad mjukvara. För AirTech väntas marginalen sjunka tillfälligt under 2025, från 11,4% till runt 5%, till följd av svagare efterfrågan från batterisegmentet. På längre sikt räknar vi dock med återgång till marginaler kring 11–12 % i affärsområdet när volymerna återhämtas.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Värdering

Relativvärdering

Relativvärderingen baseras på en jämförelse av sju liknande svenska börsnoterade bolag som kan hänföras till flera eller något av Munters affärsområden i olika grad. Den nutida värderingen vid jämförelse av EV/EBIT och EV/EBITDA visar detta på en uppsida motsvarande 60% respektive 55%. Detta indikerar på en stark potential där även EV/EBITDA kan ses som högst relevant med bakgrund till Munters kontinuerliga Capex kostnader. Dock visar P/E värderingen på en nedsida motsvarande (-)5% vilket kan indikera på en stark framtidstro att de ska leverera goda resultat framöver. Sammantaget visar detta på en nuvarande uppsida motsvarande 36,7%.

Vår framåtblickande värdering för 2025E indikerar en total uppsida på cirka 58,7 %. Ser vi till P/E-multipeln pekar prognoserna mot en uppsida på 43,6 % under det kommande året, vilket tyder på att Munters kan vara något undervärderat just nu vid jämförelse av nutida (-)5% P/E-värdering. Eftersom Munters kan klassas som ett tillväxtbolag är P/S-multipeln också central att jämföra, och här ser vi en potentiell uppsida på hela 79 % för 2025E. Men två bolag, Addtech och Lifco, driver upp medelvärdet av multipeln betydligt, därför kan detta möjligen justera ned uppsidan något.

	Present	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E	40,33	21,15	14,31	11,73	9,80
EV/EBIT	17,70	16,79	12,79	10,76	9,17
EV/EBITDA	12,74	12,39	10,18	8,59	7,32

2025E	P/E	EV/EBIT	P/S
Nederman	15,50	14,10	0,98
Nibe	31,30	23,90	2,00
Alfa Laval	19,10	14,20	2,30
Lifco	46,40	34,60	5,70
Systemair	22,40	16,20	1,40
Beijer Ref	29,90	22,40	1,90
Addtech	47,90	34,70	4,10
Average	30,36	22,87	2,63
Munters Group	21,15	16,79	1,47
Upside/downside	43,6%	48%	79%

Nutid	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Nederman	18,70	14,00	9,30
Nibe	73,60	39,40	22,30
Alfa Laval	21,70	15,60	12,90
Lifco	49,80	35,90	26,80
Systemair	23,20	17,10	12,00
Beijer Ref	32,60	23,20	18,20
Addtech	49,50	35,50	24,80
Average	38,44	25,81	18,04
Munters Group	40,33	17,70	12,74
Upside/downside	-5%	60%	55%



Värdering

DCF

DCF-beräkningen baseras på en TGR på 2% och en WACC på 8,1%. WACC har beräknats utifrån en riskfri ränta på 2,24%, en marknadsriskpremie (ERP) på 6,3% och en beta på 1,2.

Värdet som uppnås är 121,93 kr per aktie vilket ger en nedsida från dagens kurs, 132,5 kr, med 8%.

Beräkning av DCF-värde	
Current share price	132,5
Price target	121,9
Downside	7,98%
Shares outstanding (m)	182,5
WACC	8,1%
Terminal growth rate	2%
Enterprise value (mSEK)	28 102
(-) Debt (mSEK)	7 290
(+) Cash & cash equivalents (mSEK)	1 439
Equity value (mSEK)	22 252
Terminal value (mSEK)	36 281
Present value of terminal value (mSEK)	21 031

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
9,6%	-35%	-35%	-34%	-33%	-33%	-32%	-31%
9,1%	-28%	-28%	-27%	-26%	-25%	-24%	-24%
8,6%	-20%	-19%	-19%	-18%	-17%	-16%	-15%
8,1%	-11%	-10%	-9%	-8%	-7%	-6%	-5%
7,6%	0%	1%	2%	3%	5%	6%	7%
7,1%	14%	15%	16%	17%	18%	20%	21%
6,6%	30%	31%	33%	34%	35%	37%	38%

WACC	Change in EBIT margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
9,6%	-36%	-35%	-34%	-33%	-32%	-31%	-30%
9,1%	-29%	-28%	-27%	-26%	-25%	-24%	-23%
8,6%	-21%	-20%	-19%	-18%	-17%	-16%	-15%
8,1%	-11%	-10%	-9%	-8%	-7%	-6%	-5%
7,6%	0%	1%	2%	3%	5%	6%	7%
7,1%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
6,6%	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%

Rekommendation

Vi ser tydligt den långsiktiga potentialen i Munters. Bolaget är väl positionerat i växande marknader i form av energieffektiv klimat- och kylteknik, stöds av megatrenderna hållbarhet, digitalisering och AI och erbjuder helhetslösningar med global närvaro och aktiv förvärvsstrategi. Trots detta bedömer vi att värderingen just nu är osäker i förhållande till de kortsiktiga riskerna. Svagheten i batterisektorn dämpar intäkterna i AirTech och fortsatt stora investeringar i forskning, utveckling och kapitalutgifter binder likviditet och pressar marginalerna, vilket gör detta både spännande men riskfyllt för UEAM:s portfölj.

Vår DCF-modell pekar på en potentiell nedsida om cirka åtta procent från dagens kurs, men relativvärderingen visar en uppsida jämfört med liknande bolag och där P/E värdet framåt pekar på en markant vändning. Dock kvarstår osäkerhet kring volymcykler hos nyckelkunder och prispress samt konkurrens från både globala jättar och lågkostnadsleverantörer. Efterfrågan av Munters produkter speglas i AI-utvecklingen vilket i mångt och mycket påverkar den nuvarande aktiekursens volatilitet. Dessutom har Munters aktiekurs stigit cirka 30% senast månaden och börjar närma sig analytikens (inklusive våra) estimat. Om Munters förvärvsstrategi och organiska tillväxt leder till att de slår estimaten och om de lyckas stärka sin position ytterligare, är det dock möjligt att argumentera för ett köp.

Mot denna bakgrund rekommenderar vi att avvakta med att köpa en position i Munters Group. När utsikterna för AirTech har stabiliserats och estimaten kan argumenteras för att höjas i DCF-värderingen blir caset återigen mycket intressant och vi ser värdet av att UEAM analyserar Munters i framtiden då det finns stor avkastningspotential i detta case som styrs av megatrender.

Rekommendation: **Avvakta**