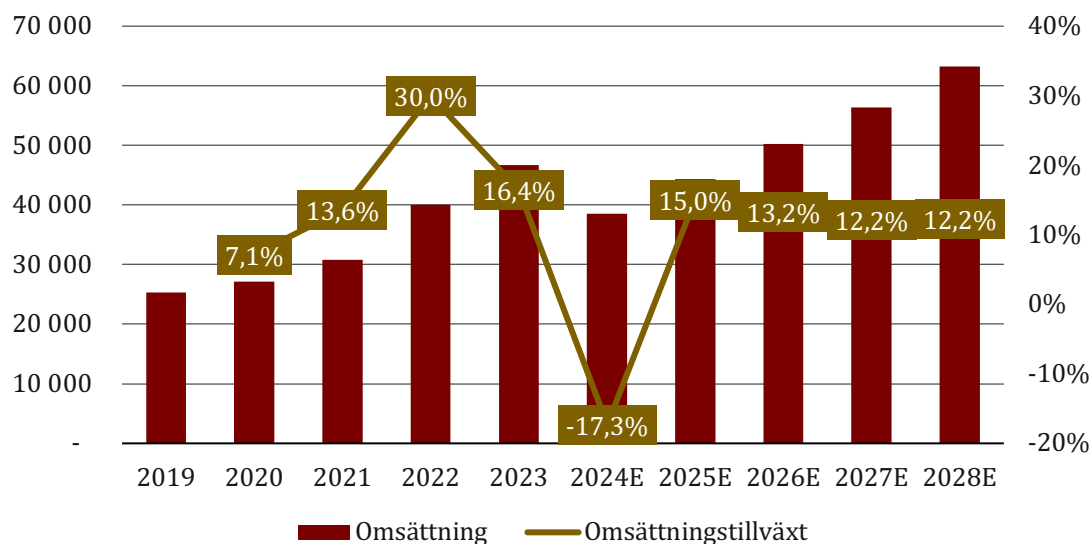


NIBE Industrier AB

NIBE värmer, marknaden kylar

NIBE har länge varit en ledande aktör inom hållbara energilösningar, men 2024 blev ett utmanande år. Omsättningen föll med 13,1% och rörelseresultatet mer än halverades, drivet av svagare efterfrågan, minskade subventioner och en pressad byggkonjunktur. Bolaget har lanserat ett 800 Mkr stort åtgärdsprogram, men marginalerna är fortsatt under press. Trots strukturella tillväxt drivare inom energieffektivisering och elektrifiering är värderingen hög relativt till bolag inom branschen. Frågan är om NIBE kan återhämta sig – eller om bolaget står inför en längre period av motvind.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



Analytiker

Anton Öst
Jonatan Berg
Max Kristensen

Nyckeltal

Handelsplats	Large Cap
Sektor	Industri
Börsvärde (MKR)	88 646
Enterprise Value	110 268
Nettoskuld/EBITDA	XXX
Direktavkastning (%)	0,67
P/E	42,39
EV/EBIT	41,28
EPS	1,73
ROE (%)	3,62
ROIC (%)	5,4
ROA (%)	1,7

Värdering

Aktiekurs	44,67
Riktkurs DCF	31,78
Riktkurs Peers	21,4
Uppsida/nedsida	-28,85%
Rekommendation	Sälj



Investment Case

NIBE är en ledande aktör inom hållbara energilösningar med en stark position på marknaden för värmepumpar. Bolaget har historiskt sett haft en hög tillväxt genom både organisk tillväxt och strategiska förvärv, men nu står man inför omfattande utmaningar. Under 2024 minskade omsättningen med -13,1% till 40 521 Mkr, medan rörelseresultatet mer än halverades till 2 671 Mkr. En svagare efterfrågan, höga lagernivåer och en dämpad byggmarknad har satt press på både försäljning och lönsamhet.

Den minskade efterfrågan på värmepumpar, framför allt i Europa där subventioner och energipriser tidigare varit en drivande faktor, har skapat en osäkerhet kring bolagets återhämtning. Det höga ränteläget har också dämpat investeringsviljan inom fastighetssektorn, vilket påverkar både nybyggnation och renoveringar där NIBEs produkter är viktiga. EBIT-marginalen har sjunkit till 7% och trots ett kostnadsbesparingsprogram på 800 Mkr är det osäkert om marginalerna kan återgå till de tidigare nivåerna.

Regleringar är ytterligare en faktor som skapar osäkerhet för Nibe. Tysklands pausade stöd till värmepumpar och potentiella policyförändringar i USA kan påverka efterfrågan negativt. Samtidigt handlas Nibe till EV/EBIT 42,51 och EV/EBITDA 23,81, långt över branschgenomsnittet, vilket gör aktien dyr med tanke på den pressade lönsamheten.

Trots kortsiktiga utmaningar finns det långsiktiga drivkrafter för tillväxt i form av energieffektivitet, elektrifiering och en stark global marknadsposition. Elements (med 27% av omsättningen) kan dra nytta av trenden inom elektrifiering, medan Stoves (9%) kan dra nytta av ökad efterfrågan på alternativa värmelösningar. NIBE har en stabil balansräkning och ett starkt varumärke, men på kort sikt ser vi mer risk på nedsidan än potential i

uppsidan. Återhämtningen av marginaler och efterfrågan på värmepumpar kommer att vara avgörande för bolagets utveckling.

Estimat (mkr)	2023	2024E	2025E	CAGR
Omsättning	46649,0	38570,2	44367,6	-2,5%
EBITDA	8797,0	4124,5	7336,3	-8,7%
EBIT	6973,0	2695,5	5186,7	-13,8%
EBT	6331,0	2153,1	4752,8	-13,4%
Resultat	4785,0	1527,8	3549,5	-13,9%

Värdering	2023	2024E	2025E
EV/EBITDA	12,5	26,7	15,0
EV/EBIT	15,8	40,9	21,3
P/E	23,0	72,2	31,1



Affärsmodell

NIBEs affärsmodell bygger på flera viktiga principer som innovation, kvalitet, effektivitet och lokal närvaro. Bolaget har en tydlig strategi för att ligga i framkant genom kontinuerliga investeringar i produktutveckling, digitalisering och hållbara energilösningar. Genom att integrera innovation i hela värdekedjan strävar NIBE efter att skapa långsiktigt värde och säkerställa en ansvarsfull verksamhet. Kvalitet är en avgörande faktor för långsiktig framgång, och NIBE fokuserar på att erbjuda produkter som inte bara uppfyller höga tekniska standarder utan också bidrar till en mer hållbar framtid. Effektiv produktion och starka inköps synergier är nyckeln till att säkerställa konkurrenskraft och lönsamhet. Samtidigt upprätthåller NIBE en stark lokal närvaro genom att låta förvärvade bolag fortsätta sin verksamhet där de grundades, vilket skapar stabilitet och bevarar viktig kompetens.

Bolaget har tagit fram fyra centrala strategiska fokusområden i form av tillväxt, expansion, innovation och ansvar, som tillsammans kombinerar god lönsamhet och ett ansvarsfullt värdeskapande.

- **Tillväxt** innebär att NIBE jobbar för att uppnå en genomsnittlig årlig tillväxt på 20%, med hållbara energilösningar som huvudfokus. Genom att förse marknaden med innovativa produkter bidrar bolaget till energiomställningen och ett minskat utsläpp av koldioxid.
- **Expansion** fokuserar på att stärka marknadspositionen globalt genom strategiska investeringar och förvärv. Samtidigt betonas vikten av god affärsetik, där NIBE följer internationella riktlinjer och lagstiftning för att säkerställa transparens och hållbara affärsrelationer.

- **Innovation** är en avgörande del av NIBEs strategi, där energieffektivitet och livscykelräkning är starkt bidragande faktorer till produktutvecklingen. Genom att minska klimatpåverkan i hela värdekedjan och utveckla lösningar med lågt koldioxidavtryck driver bolaget teknologiska framsteg inom förnybar energi.
- **Ansvar** handlar om att säkerställa långsiktig hållbarhet genom starka affärsprinciper och riskhantering. NIBE arbetar aktivt med affärsansvar, god styrning och etik för att skapa en trygg och stabil arbetsmiljö samt säkerställa hållbar utveckling i hela värdekedjan.

NIBE är organiserat i tre affärsområden, där *Climate Solutions* är det största och stod för 64% (26 037 Mkr) av omsättningen och 75% (2 425 Mkr) av rörelseresultatet under 2024. Affärsområdet fokuserar på hållbara värmelösningar och erbjuder ett brett utbud av värmepumpar, ventilationssystem och solpaneler för både bostäder och industri. Efterfrågan drivs av ökade krav på energieffektivisering och minskade koldioxidutsläpp, särskilt i Europa och Nordamerika. Genom strategiska förvärv har divisionen utökat sitt produktutbud och stärkt sin marknadsposition inom den industriella sektorn.

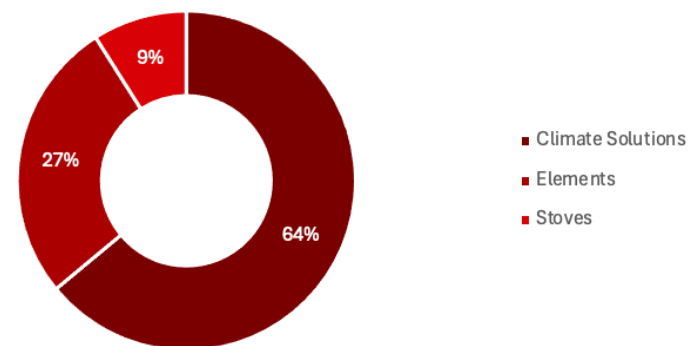
Element, som stod för 27% (11 092 Mkr) av omsättningen och 19% (629 Mkr) av rörelseresultatet, levererar värmekomponenter till en mängd olika industrier, från hushållsapparater till avancerad elektronik och elektriska fordon. Området spelar en viktig roll inom elektrifiering och energieffektivisering, där dotterbolaget Therm-X har en stark position inom industrin för halvledare. Tillväxten drivs av ökad efterfrågan på elektriska uppvärmningslösningar och avancerade material, särskilt inom transport- och elektroniksektorn.



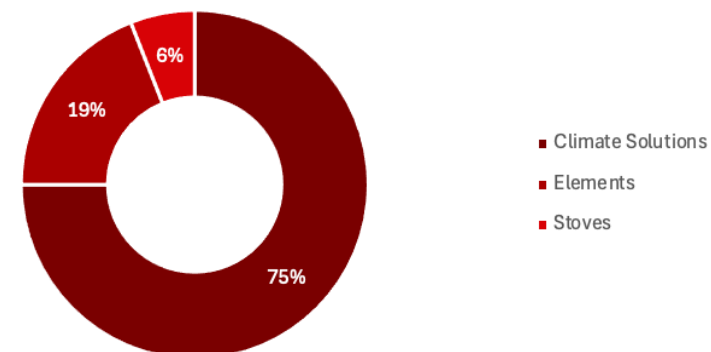
Affärsmodell

Det tredje affärsområdet, *Stoves*, stod för 9% (3 864 Mkr) av omsättningen och 6% (203 Mkr) av rörelseresultatet. Divisionen erbjuder kaminer och skorstenssystem med fokus på klimatneutral uppvärmning, där majoriteten av produkterna använder förnybara energikällor. Efterfrågan påverkas av energipriser och konsumenternas intresse för alternativa värmelösningar, särskilt i Norden och Europa. NIBE fortsätter att utveckla produkter med hög förbränningseffektivitet och låga utsläpp för att möta både kunders och myndigheters ökade krav på hållbarhet.

Omsättning per affärsområde



Rörelseresultat per affärsområde

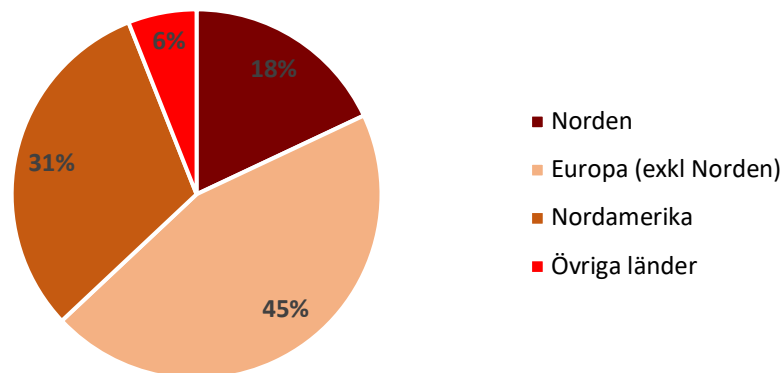


Marknad och Konkurrens

NIBE verkar i en konkurrensutsatt men växande marknad som drivs av globala trender mot **energieffektivitet** och **hållbara energilösningar**. Marknaden uppskattas till cirka 600 Mkr, och NIBE har en marknadsandel på 6%. Den största delen utgörs av energieffektiva produkter för uppvärmning och ventilation, värd cirka 500 Mkr, här har NIBE en marknadsandel på cirka 5%. Trots tidigare framgångar står bolaget nu inför flera hinder som kan påverka dess framtida tillväxt och lönsamhet.

De främsta konkurrenterna är globala jättar som Beijer, Munters och Thermon Group, vilket innebär en fragmenterad marknad men också tillväxtmöjligheter. NIBE:s geografiska närvaro i över 50 länder ger en konkurrensfördel, speciellt i Europa, Nordamerika och Norden.

Omsättning per geografisk region



Under 2023 påverkades marknaden av osäkerhet kring statliga subventioner, höga räntor och geopolitiska spänningar. Trots detta bibehöll NIBE en stark position tack vare sin diversifierade produktportfölj och starka balansräkning.

Under 2024 har bolaget rapporterat en betydande nedgång i både försäljning och lönsamhet. Enligt företagets senaste kvartalsrapport minskade omsättningen till 40 521 Mkr jämfört med 46 649 Mkr föregående år, och rörelseresultatet sjönk till 2 671 Mkr från tidigare 6 973 Mkr. Denna negativa trend indikerar en försvagad marknadsposition och pekar på svårigheter att upprätthålla tidigare tillväxtnivåer. Dessutom har NIBE, för första gången någonsin, sänkt sin utdelning till 0,31 kr per aktie, vilket är en halvering och kan tolkas som ett tecken på försiktighet inför framtiden. Denna åtgärd kan signalera osäkerhet kring bolagets kassaflöde och förmåga att generera vinst på kort sikt. Helåret 2024 visade en tydlig negativ trend: omsättningen minskade rejält och det justerade rörelseresultatet halverades.

Bolagets åtgärdsprogram, som slutfördes under 2024, beräknas spara 800 Mkr under 2025, men engångskostnaden blev högre än väntat (1 152 Mkr). VD Gerteric Lindquist uttrycker optimism om att återgå till historiska rörelsemarginaler 2025, men vi är skeptiska.

Geopolitiska spänningar och ekonomisk osäkerhet, särskilt i Europa, påverkar efterfrågan på NIBE:s produkter negativt. Trots vissa tecken på återhämtning i den tyska ekonomin kvarstår osäkerheten, vilket kan hämma investeringar i energieffektiva lösningar. I USA kan hastiga politiska svängningar, såsom en paus i hållbarhetsinitiativ inom den nya administrationen, ytterligare begränsa marknadstillväxten för NIBE. Samtidigt väntas byggandet i USA ta fart, och på sikt ser man lättnader i den tyska ekonomin och marknaden.

Marknad och Konkurrens

Aktiemarknaden har reagerat negativt på NIBEs senaste rapporter, och blankningspositionerna har ökat till 7,95% under 2025, vilket indikerar en ökad skepsis bland investerare. En utveckling vi bedömer speglar marknadens oro över bolagets förmåga att uppnå förväntade marginaler i det nuvarande utmanande marknadsläget.

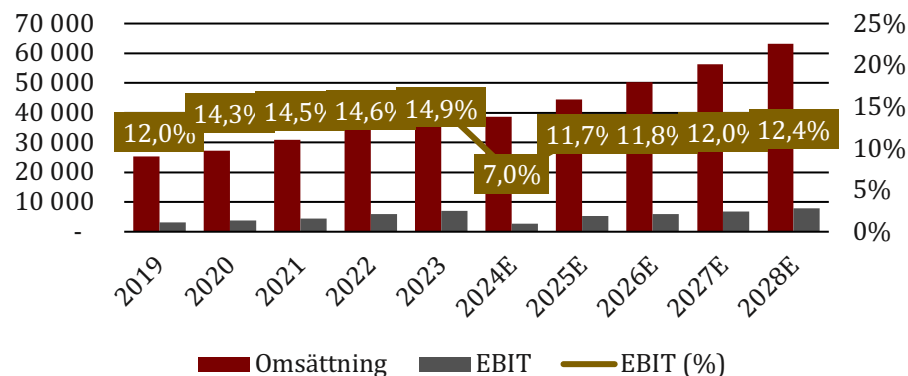
Marknaden för värmepumpar i Europa förväntas växa, men i en långsammare takt än tidigare prognoser. Den nordamerikanska marknaden är stabil men påverkas av ränteläget. Konkurrensen från Bosch, Beijer och Thermon Group ökar, och NIBE riskerar att tappa marknadsandelar. Sammantaget, med en **halverad vinst, osäker återhämtning och en pressad marknad**, stärker detta vår **säljrekommendation** för NIBE.

Värdering

Omsättning

Nibes har under de senaste fem åren vuxit med 16,5% per år med riktigt stark tillväxt 2022 och 2023 drivet av Rysslands invasion av Ukraina, vilket drev upp elpriserna och ökade efterfrågan på effektiva energilösningar. Året 2024 har bolaget drabbats av en sviktande efterfrågan, pressad konsument och höga lagernivåer. Detta har gjort att omsättningstillväxten 2024 uppgått till 40 521 Mkr vilket är betydligt lägre än år 2023 46 649 Mkr. Den negativa omsättningstillväxten uppgår till -13,1%. Vi tror att detta är en tillfällig effekt där bolaget gått bort sig på en het marknad men att den underliggande marknadstrenderna i USA, Tyskland och Sverige vilket är de tre största marknaderna kan fortsätta driva tillväxt. Vi estimerar en stark återhämtning till "normala" nivåer med enklare jämförelsetal där vi estimerar 15% för 2025. En tillväxt som därefter planas ut till stabila nivåer runt 12%, vilket ger en CAGR på 12,8% vilket går att jämföra mellan 2020 och 2023 där CAGR uppgick till 14,5%.

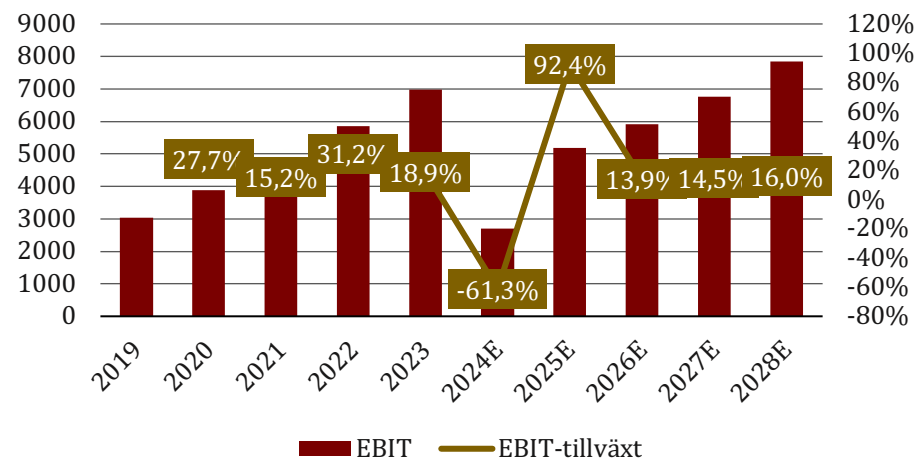
Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Rörelsemarginal

Nibe har haft en historisk EBIT-marginal mellan 2019 och 2023 vilket ger en CAGR 14,1%. Vi tror även att marginalen inte kommer att återhämta sig helt men landa i en genomsnittlig marginal på 13,3%. Året 2024 uppgick EBIT-marginalen till 7% vilket är en justerad post på grund av ett effektivitetsprogram som företaget introducerat vilket kommer skapa bättre marginal framåt men belastade resultatet med 1200 MKR. Anledningen till att marginalerna avvikit är stora lagerkostnader eftersom efterfrågan vek. Nu ska det mesta av lagen vara under kontroll vilket gör att vi estimerar att marginalen kommer att uppgå till 11,7%. Vi tror att Nibe efter detta kommer ha möjlighet att genomföra en marginalexpansion som över åren växer mot 13%.

EBIT and EBIT growth (MSEK)



Värdering

Relativvärdering

För vår relativvärdering har vi valt ut företag som agerar på samma marknad som Nibe i form av andra klimatsmarta lösningar som klimatsystem och liknande branscher. Där bolagen Ferguson, Thermon Group och Beijer Ref är de bolag vars affärsidé liknar varandra mest. Beijer Ref är dessutom med för att visa en form av att det ska visa någon form av "fin" verksta som gör att värderingen är högre, då den värderas i ett högre fack än många av de andra bolagen. Om bolaget skulle komma tillbaka på historiska nivåer av tillväxt och rörelsemarginal skulle detta inte heller vara en omöjlighet för Nibe att nå värderingsmässigt.

DCF

I WACC-beräkningen har vi utgått från den svenska 10-åriga statsobligationsräntan som är 2,23%, och representerar den riskfria räntan. Sedan har vi tagit avkastningskravet från PWC vilket ger en ERP på 6,2%. Beta har vi valt att lägga på 1, istället för Avanzas som låg på 1,46 och Yahoo finance på 1,23. Detta skapar en WACC som blir 7,8%. DCF:en ger en riktkurs på 31,78 kr vilket innebär en nedsida på 28,85% från nuvarande kursen på 44,67 kr.

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
10,8%	-73%	-70%	-67%	-64%	-61%	-57%	-54%
9,8%	-66%	-63%	-59%	-56%	-52%	-48%	-43%
8,8%	-57%	-53%	-49%	-44%	-40%	-35%	-30%
7,8%	-44%	-39%	-34%	-29%	-23%	-17%	-11%
6,8%	-26%	-20%	-14%	-7%	0%	7%	15%
5,8%	2%	10%	18%	26%	36%	45%	55%
4,8%	49%	60%	72%	84%	97%	110%	125%

WACC	Change in EBIT margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
10,8%	-83%	-77%	-70%	-64%	-58%	-52%	-45%
9,8%	-77%	-70%	-63%	-56%	-48%	-41%	-34%
8,8%	-69%	-61%	-52%	-44%	-36%	-28%	-19%
7,8%	-58%	-49%	-39%	-29%	-19%	-9%	1%
6,8%	-43%	-31%	-19%	-7%	5%	17%	29%
5,8%	-20%	-4%	11%	26%	42%	57%	73%
4,8%	20%	42%	63%	84%	105%	126%	148%



Rekommendation

NIBE har under en längre tid varit en marknadsfavorit, men i dagens marknadsläge befinner sig bolaget i ett pressat läge med flera negativa aspekter som talar emot framtida tillväxt. Nettoomsättningen minskade med 13,1% under 2024 till 40 521 Mkr, och rörelseresultatet mer än halverades till 2 671 Mkr. Denna nedgång speglar en svagare efterfrågan, höga lagernivåer och en pressad byggmarknad, särskilt i Europa där subventioner och energipriser tidigare drivit tillväxten.

NIBE handlas till höga multiplar (EV/EBIT 42,51 och EV/EBITDA 23,81), vilket inte motiveras av den nuvarande lönsamheten och riskerna vi ser i marknaden. Trots ett besparingsprogram på 800 Mkr och långsiktiga drivkrafter som elektrifiering och hållbarhet ser vi kortsiktiga risker som överväger potentialen. Tysklands pausade stöd till värmepumpar och möjliga policyförändringar i USA kan ytterligare dämpa tillväxten. Vi ser begränsad uppsida och förväntar oss fortsatt press på marginaler och efterfrågan, trots bolagets starka varumärke och balansräkning. Därför rekommenderar vi **sälj** – **NIBE värmer, men marknaden kyller.**

