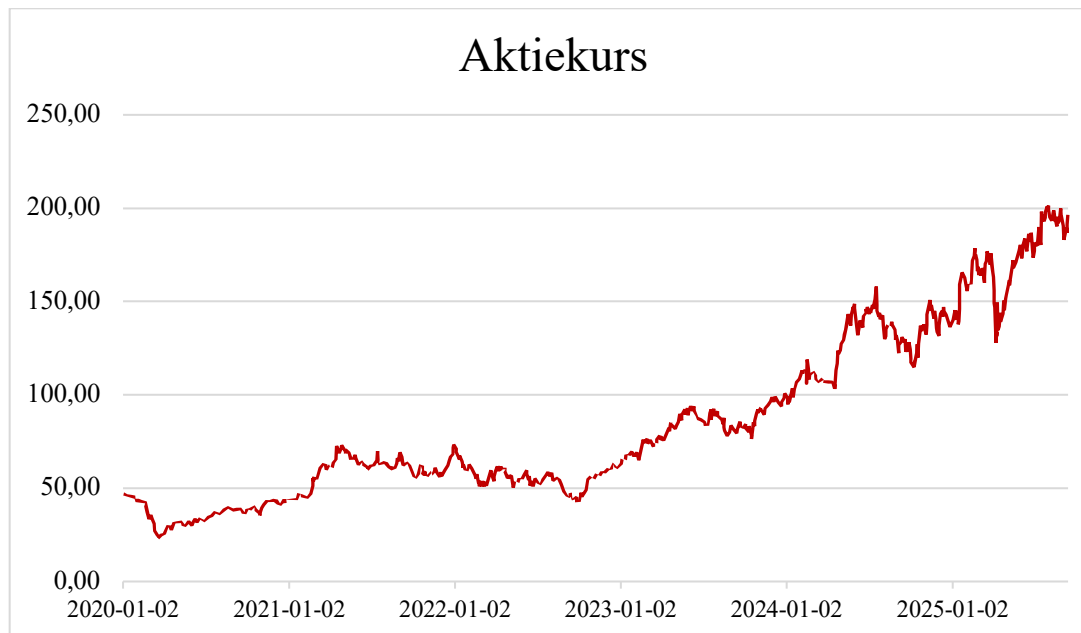


AQ Group

Ett kvalitetsbygge som blivit för dyrt per kvadrat

AQ Group har blivit något av industrins doldis, en kontraktstillverkare som under decennier levererat stabil tillväxt, stark lönsamhet och aldrig visat förlust sedan sin börsnotering. Med en decentraliserad modell, kostnadsfokus och nära kundrelationer har bolaget tagit position mitt i två av industrins starkaste megatrender: elektrifiering och nearshoring. Men på dagens rekordvärdering är det osäkert hur mycket avkastning som finns att hämta för UEAM.



Analytiker

Johan Sjöberg
Karl Andreasson

Nyckeltal

Handelsplats	Mid Cap Stockholm
Sektor	Industri
Börsvärde (MKR)	17 906
Enterprise Value	17 687
Nettoskuld/EBITDA	-0,19
Direktavkastning (%)	0,82
P/E	27,3
EV/EBIT	21,3
EPS	7,16
ROE (%)	14,7
ROIC (%)	15,4
ROA (%)	9,5

Värdering

Aktiekurs	195 SEK
Riktkurs DCF	187 SEK
Riktkurs Peers	222 SEK
Viktad uppsida	5 %
Rekommendation	Sälj



Investment Case

Bakgrund

AQ Group är ett kvalitetsbolag som över tid visat stabil tillväxt och lönsamhet. Detta har möjliggjorts genom kostnadsfokus, kvalitativa lösningar och pålitlighet gentemot krävande kunder, vilket skapat mervärde och högre lönsamhet än peers. Som kontraktstillverkare måste dock konkurrenskraftiga priser upprätthållas, vilket begränsar möjligheterna till fortsatt marginalexpansion. Senaste förvärven har dessutom en betydligt lägre lönsamhet än koncernen i stort (senaste förvärvet "mdexx" hade en Ebit marginal på 5%). Därmed finns det risk för att om AQ får svårt att förvärva bolag med samma lönsamhet som AQ-snittet, och inte lyckas stärka lönsamheten i de förvärvade bolagen så kan AQ's lönsamhet pressas nedåt. Vi ser dock potential för lönsamhetsförbättring av förvärven genom synergieffekter och skalfördelar. Därmed estimerar vi att EBIT-marginalen kan upprätthållas på 9–10% i huvudscenariot.

Tillväxt

Bolaget har höjt sitt mål till 15% årlig tillväxt, i linje med den historiska CAGR. Tillväxten har dock varierat, och ledningens prognoser har inte alltid varit tillförlitliga. Exempelvis hamnade omsättningen 2024 på 8,5 MDR, 15% under VD:s mål på 10 MDR. Bolagets mål bör därför betraktas med viss skepsis. Insidertransaktioner tyder vidare på att insynspersoner ser möjlighet att sälja till en attraktiv kursnivå. Senaste året har 169 Mkr sålts (varav 166 MSEK från grundar-duon) jämfört med endast 0,9 Mkr i köp. Analytiker estimerar 7–10% tillväxt, vilket ligger i linje med branschens strukturella trend. Med negativ nettoskuld bedömer vi dock att AQ kan addera ca 4% tillväxt via förvärv, vilket motiverar vårt huvudestimat på 12,7% CAGR.

Värdering

Aktien är högt värderad på all time high, både sett till aktiekurs, P/E och EV/EBIT. Vår DCF indikerar nedsida, medan multipelvärdering ger en måttlig

uppsida på 14% vid tillämpning av en värderingsmultipl EV/EBIT 18x baserat på 2027 års estimerade EBIT. Denna multipl vi satt är högre än både historik och peers, men kan motiveras av AQs starka lönsamhet. Multipeln är i linje med FactSet-estimat men högre än Affärsvärldens 14x.

Bedömning

Att överträffa 15% tillväxt är inte omöjligt, men historiken visar att högre tillväxt ofta kommit med sämre lönsamhet. Därmed ser vi begränsad potential för EBIT att överstiga våra estimat. Scenariot analysen ger en potential mellan minus 33% och +40% uppsida, vilket indikerar relativt svag risk/reward. En bra fråga att ställa sig är om man hade köpt aktien idag på denna värdering ifall man inte ägt den och på den frågan blir svaret ett tydligt nej, vi hade inte köpt aktien idag. Med bättre riskjusterade investeringsalternativ på marknaden samt ett svagare säsongsmässigt kvartal i Q3 (som även VD flaggat för i senaste conf-callet), som skulle kunna trigga en multipl kontraktion, sätter vi rekommendationen **sälj**.



Affärsmodell

AQ-Groups affärsmodell är att utveckla, tillverka samt montera system och industrikomponenter till krävande industrikunder. Som kontraktstillverkare har bolaget en tydlig ambition att skapa långsiktiga samarbeten med sina kunder genom att leverera hög kvalitet och ett starkt engagemang. Kundbasen omfattar flera av Sveriges mest framstående industrikoncerner, där ABB och Volvo utgör de största. En av AQ:s styrkor är dessutom den breda och diversifierade kundportföljen, som inkluderar världsledande företag inom olika marknadssegment och därmed bidrar till en effektiv riskspridning.

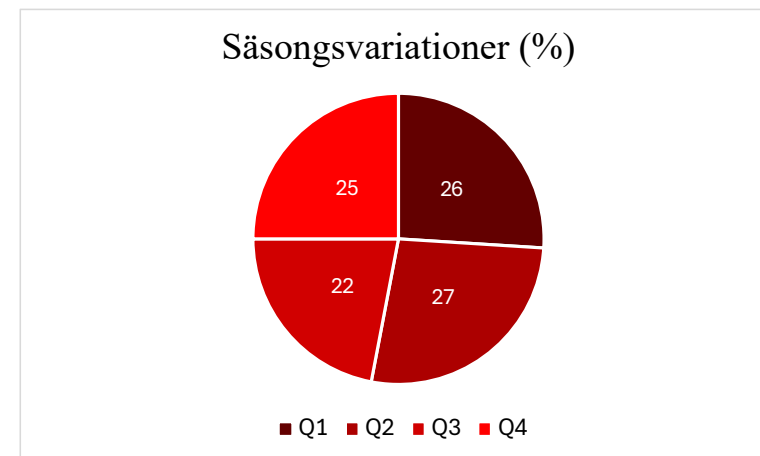
AQ:s verksamhet är organiserad i två huvudsegment: **System** (≈20%) och **Komponent** (≈80% av försäljningen). **System** omfattar affärsområdena elskåp och systemprodukter. Här har marginalen typiskt sett varit mellan 9 och 11% senaste åren. **Komponent** inkluderar affärsområdena formsprutning och tunnplåtsstansning, induktiva komponenter, kablage, samt special teknologier & konstruktion. Marginalen för segmentet Komponent var 5-7% under perioden 2019-2022 men har stärkts till cirka 9% de senaste åren till följd av effektiviserings åtgärder.

Eftersom AQ ofta utvecklar komplexa produkter där samarbete och förtroende mellan AQ och dess kunder byggs upp över tid tenderar affärsrelationerna att vara långa och byteskostanderna höga. Detta gör att kunder ofta återkommer även efter avslutade kontrakt och att AQ får hög kundretention och således stabilare intjäning. Kundkontrakten brukar ha en löptid på flera år vilket ger en högre grad av återkommande intäkter och i sin tur stabilare intjäning.

Tillväxten har varit stark: under de senaste tio åren har nettoomsättningen ökat med en CAGR på 13 %, och de senaste fem åren med 12 %. 2022 höjde bolaget sitt mål till att växa 15% årligen (varav 10% organiskt och 5% genom förvärv). Vidare är målet att ha en EBT-marginal (vinst före skatt marginal) på

8%. År 2024 var utfallet 9,6%. Rörelsemarginalen (Ebit) har varit 8,4% i snitt senaste fem åren.

Lönsamheten har samtidigt varierat över och under målet. En central utmaning är balansen mellan tillväxt och lönsamhet, eftersom hög tillväxt ofta leder till försämrad leveransprecision, som i sin tur påverkar lönsamheten negativt. Förseningar i inköp och materialbrist har vid flera tillfällen lett till högre lager och ökade kostnader för expressfrakter och extra personalinsatser. Bolagets mål för leveransprecision är 98 %, men utfallet ligger fortsatt under denna nivå. Samtidigt innebär detta mönster att framtida prestation i stort blir mer stabil och förutsägbar: hög tillväxt tenderar att pressa lönsamheten, medan lägre tillväxt ger förbättrade marginaler. Verksamheten har även en viss säsongsvariation där de kommande kvartalet (Q3) är det svagaste kvartalet.



Marknad och Konkurrens

Marknad

AQ Group är verksam inom kontraktstillverkning, en fragmenterad och konkurrensutsatt bransch. Marknaden präglas av cykliska svängningar kopplade till industrikonjunkturen, särskilt inom tunga fordon, entreprenadmaskiner och bussegmentet. Detta har också märkts under 2025 då AQ:s organiska tillväxt varit begränsad, även om bolaget lyckats försvara sin position genom förvärv. Trots kortsiktiga cykliska motvindar gynnas AQ av långsiktiga megatrender inom elektrifiering, försvar och energilösningar. Efterfrågan på induktiva komponenter, transformatorer och elektrifieringslösningar fortsätter att öka globalt, vilket gör att AQ är väl positionerat för att ta del av den gröna omställningen och försvarsrelaterade investeringar. AQ förväntas utvecklas med marknaden på om 6-7 procent per år (exkl. förvärv). Detta enligt affärsvärldens estimeringar. Regleringar kopplade till försvar, energiomställning och global handel påverkar bolaget. Exempelvis driver klimatlagstiftning och ökade investeringar i elektrifiering och kollektivtrafik efterfrågan på AQ:s produkter, medan handelshinder, tullar och geopolitiska risker kan utgöra utmaningar.

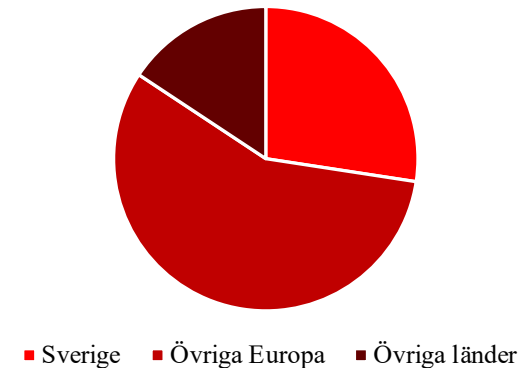
Geografisk diversifiering

Med verksamhet i 16 länder och en bred kundbas är AQ mindre exponerat mot enskilda marknader. Omsättningen visar en hög andel i Europa 56,9 procent, följt av Sverige 27,4 procent och övriga världen 15,7 procent. Denna diversifiering bidrar till stabilitet jämfört med konkurrenter med mer geografiskt koncentrerad verksamhet.

Konkurrenssituation

Konkurrensen kommer både från stora internationella kontraktstillverkare och från lokala nischade aktörer. AQ:s viktigaste konkurrensfördel är dess decentraliserade struktur där varje dotterbolag ansvarar för kostnader, produktivitet och kundrelationer. Detta skapar flexibilitet, kostnadseffektivitet och långsiktiga kundrelationer, vilket bidragit till att bolaget levererat lönsamhet varje kvartal i över 25 år. Dock har integrationen av förvärv som mdexx initialt pressat marginalerna, vilket visar på riskerna med bolagets förvärvsdrivna strategi.

Omsättning per geografi



Värdering

Finansiell prestation (Q2 2025)

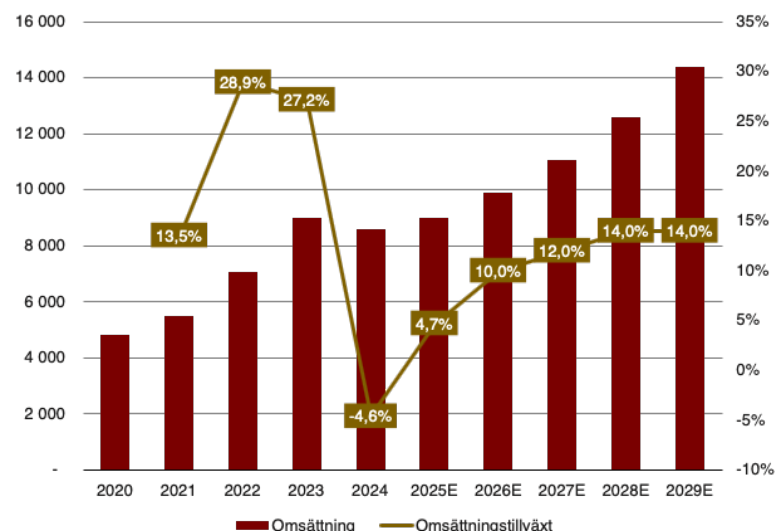
AQ Group redovisade ett stabilt andra kvartal 2025 med en nettoomsättning på 2 344 Mkr, motsvarande en tillväxt om 4 % jämfört med samma period föregående år. Tillväxten drevs framför allt av förvärv (+8 %), medan den organiska tillväxten var svag (+0,3 %) och tyngdes av valutamotvind (-4,3 %). Rörelseresultatet (EBIT) minskade något till 218 Mkr (222), främst på grund av lägre produktivitet i nyförvärvade bolag. Resultat före skatt steg däremot till 228 Mkr (218), vilket motsvarar en oförändrad marginal på 9,7 %. Efter skatt uppgick resultatet till 189 Mkr (181). Sammantaget låg utfallet i linje med marknadens förväntningar, där svagare organisk utveckling balanserades av starka bidrag från förvärv och lägre finansnetto.

Finansiella ställning

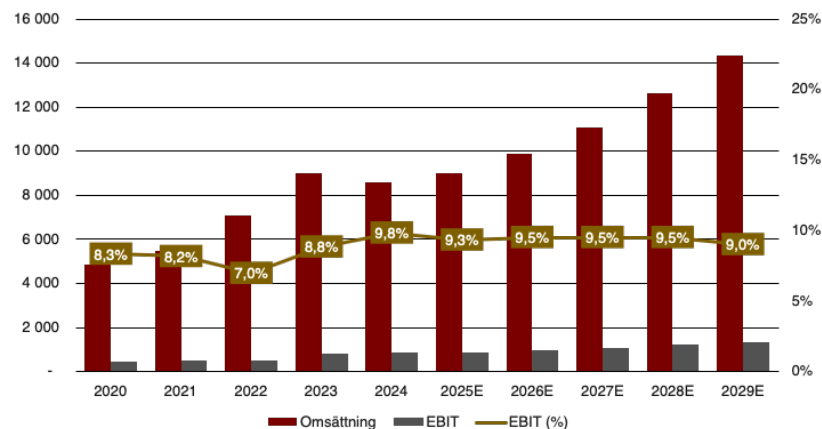
Bolaget har en mycket solid finansiell position. Vid utgången av kvartalet uppgick likvida medel till 888 Mkr och räntebärande skulder till 669 Mkr, vilket innebär att AQ hade en nettokassa på 219 Mkr jämfört med en nettoskuld året innan. Soliditeten var stark på 65 %, vilket är långt över bolagets mål (>40 %). Den starka balansräkningen innebär goda möjligheter att fortsätta växa både organiskt och genom förvärv.

Sammanfattningsvis bekräftar Q2-rapporten AQ:s stabilitet i en svagare konjunktur och visar att bolaget är väl rustat för fortsatt expansion.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Värdering

Relativvärdering

För vår relativvärdering av AQ Group har vi valt företag som är verksamma inom kontraktstillverkning och komponentproduktion med fokus på industriella kunder. Dessa är samma som tidigare analys för att få en god jämförelsepunkt. Peer-gruppen består av både nordiska och europeiska aktörer. Nolato har en bred verksamhet med fokus på polymera lösningar och tillhör de mer diversifierade bolagen i peer-gruppen. Note och Hanza är två snabbväxande svenska kontraktstillverkare som under de senaste åren visat stark marginalexpansion. Inission är en mindre nordisk aktör med inriktning på elektronikstillverkning, medan Scanfil och Kitron tillhör de mer etablerade EMS-bolagen i Finland respektive Norge. Incap är en finsk kontraktstillverkare med global produktion och har haft en stark lönsamhetstillväxt, särskilt inom elektronik. Aumann sticker däremot ut i jämförelsen genom betydligt lägre multiplar, vilket speglar en svagare lönsamhetsprofil.

Vi anser att denna peer-grupp utgör en relevant jämförelse för AQ Group, även om skillnader i affärsmix och geografisk exponering bör beaktas. AQ är mer diversifierat än flera av konkurrenterna, då bolaget kombinerar både komponentproduktion och kompletta systemlösningar samt har en bredare global närvaro. Detta innebär att vissa jämförelsebolag snarare speglar delar av AQ:s affärsmodell än helheten. Den peer som mest speglar AQ är Nolato.

Sammantaget visar relativvärderingen att AQ Group handlas över genomsnittet för peer-gruppen på samtliga multiplar. Detta indikerar att marknaden värderar AQ med en premie relativt konkurrenterna, vilket kan motiveras av bolagets starka finansiella ställning, goda historik och en låg skuldsättning. Kvalitet kostar och vi ser därför premien som en god förklaring till detta. I vår multipelvärdering får vi en uppsida på 14 procent i vårt huvudscenario, baserat

på en EV/EBIT på 18x som en rimlig värderingsmultipl och 2027E EBIT. EV/EBIT 18x ligger i även linje med vad som anses som en rimlig värdering av analytiker (enligt Fact Set).

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Nolato	22,20	18,20	11,40
Note	21,00	15,80	11,80
Hanza	33,60	21,30	12,00
Inission	25,50	16,90	8,10
Aumann	8,20	0,75	0,55
Scanfil	18,70	13,70	9,40
Kitron	34,10	21,40	15,60
Incap	16,90	9,20	7,60
Average	22,53	14,66	9,56
AQ Group AB	25,84	20,20	14,54
Upside/downside	-13%	-27%	-34%



Värdering

DCF-Värdering

I vår DCF-värdering beräknades en WACC på 7,1 %. En Cost of Equity (CoE) på 7,08 % som beräknades med en beta på 0,76, en marknadsriskpremie (ERP) på 5,9 % och PWC:s senast publicerade riskfria ränta för en 10-årig svensk statsobligation på 2,6 %. Vi estimerar ett svagt Q3 2025 men som på sikt återhämtar sig och rör sig närmare bolagets långsiktiga mål. Vi ser att bolaget kommer att prestera i linje med marknaden på sikt (exkl. förvärv) och ytterligare några procentenheter för förvärv. DCF-Analysen indikerar en nedsida i aktien på 4,14 % från kursen 195 SEK.

Riktkurs baserat på DCF och Relativvärdering

Sammantaget får vi en genomsnittlig riktkurs som är viktad 50/50 på 205 SEK från kursen 195 SEK, vilket ger en procentuell uppsida på 5 procent.

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
8,6%	-30%	-29%	-27%	-26%	-25%	-24%	-23%
8,1%	-24%	-23%	-21%	-20%	-19%	-17%	-16%
7,6%	-17%	-16%	-14%	-13%	-11%	-10%	-8%
7,1%	-9%	-7%	-6%	-4%	-3%	-1%	1%
6,6%	1%	3%	5%	6%	8%	10%	12%
6,1%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%
5,6%	29%	32%	34%	36%	39%	41%	44%

WACC	Change in EBIT margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
8,6%	-29%	-28%	-27%	-26%	-26%	-25%	-24%
8,1%	-22%	-22%	-21%	-20%	-19%	-19%	-18%
7,6%	-15%	-14%	-14%	-13%	-12%	-11%	-11%
7,1%	-6%	-6%	-5%	-4%	-3%	-3%	-2%
6,6%	4%	5%	6%	6%	7%	8%	9%
6,1%	17%	18%	19%	20%	20%	21%	22%
5,6%	34%	35%	36%	36%	37%	38%	39%

Värdering

Scenarioanalys

Pessimistiskt scenario (Bear Case):

Om efterfrågan från kunder fortsätter på en något lägre nivå än normalt, kombinerat med att tullar leder till ökade inköpspriser och att bolaget får svårt att hitta attraktiva förvärv kan detta leda till både lägre tillväxt, lönsamhet och sannolik multipelkontraktion. Här har vi satt en mer normal multipel (som fortfarande är högre än AQ's peer genomsnitt) på 14x EV/EBIT vilket ger en **34% nedsida**.

Optimistiskt scenario (Bull case):

Efterfrågan från AQ's kunder blir högre än väntat kombinerat med att AQ lyckas genomföra flera värdeskapande förvärv och effektiviseringsprogrammen ger goda resultat. I detta optimistiska scenario estimerar vi att tillväxten stiger upp till målet på 15% och att EBIT-marginalen dessutom höjs till 11%. Med en EV/EBIT multipel på 18x indikeras här en uppsida på **39%**.



Multipelvärdering: Bear Case

Datum vid analys:	2024	2025E	2026E	2027E
Omsättningstillväxt		6%	7%	7%
Omsättning	8554	9067	9702	10381
Rörelsemarginal		9%	8%	8%
Rörelseresultat		816	776	830
Rimlig EV/EBIT multipel				14
EV				11627
Nettoskuld	-219			
Fair value				11846
Antal milj utestående aktier	92			
Börskurs 2027 (riktkurs)				129,46 kr
Aktiekurs vid analys	195,00 kr			
Potential				-34%

Multipelvärdering: Base Case

Datum vid analys:	2024	2025E	2026E	2027E
Omsättningstillväxt		6%	10%	12%
Omsättning	8554	9067	9974	11171
Rörelsemarginal		9%	10%	10%
Rörelseresultat		816	948	1117
Rimlig EV/EBIT multipel				18
EV				20108
Nettoskuld	-219			
Fair value				20327
Antal milj utestående aktier	92			
Börskurs 2027 (riktkurs)				222,15 kr
Aktiekurs vid analys	195,00 kr			
Potential				14%

Multipelvärdering: Bull Case

Datum vid analys:	2024	2025E	2026E	2027E
Omsättningstillväxt		10%	15%	15%
Omsättning	8554	9409	10821	12444
Rörelsemarginal		9%	10%	11%
Rörelseresultat		847	1082	1369
Rimlig EV/EBIT multipel				18
EV				24639
Nettoskuld	-219			
Fair value				24858
Antal milj utestående aktier	92			
Börskurs 2027 (riktkurs)				271,67 kr
Aktiekurs vid analys	195,00 kr			
Potential				39%

Rekommendation

Sammanfattningsvis är AQ ett riktigt kvalitetsbolag med hög resultat kvalitet som presterat starkare jämfört med sina peers under de senaste åren. Dock kan investeringsbeslutet naturligtvis inte endast baseras på bolagets kvalitet vid tillämpning av en värdebaserad investeringsstrategi och vi ser dagens värdering som relativt dyr i relation till bolagets inneboende värde.

Baserat på DCF analys och Multipelvärdering får vi en genomsnittsviktad riktkurs på **205 kr** vilket indikerar en uppsida på **5%**.

Utifrån vår scenarioanalys fick vi ett intervall på mellan **-34%** till **+39%** vilket indikerar en relativt medioker risk/reward. Dessutom är potentialen på **5%** ganska låg och håller inte måttet vid tillämpning av en klassisk säkerhetsmarginal på 30%. En investering bör också vägas mot dess alternativkostnad och till dagens värdering ser vi en bättre riskjusterad avkastning i andra aktier och rådet blir därmed **sälj**.

