



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Material | Sweden | 17 July 2020

BE Group

Fortsatt starkt kassaflöde

Svarta siffror i Q2'20

BE Group levererade ett underliggande rörelseresultat på 28 mkr i Q2'20, vilket var något lägre än 32 mkr Q2'19 och 42 mkr i Q1'20. Att BE Group inte påverkades kraftigare än så resultatmässigt av inbromsningen på marknaden i spåren av osäkerheten till följd av covid-19 är dock positivt och kan vara en indikator inför kommande halvårsrapporter från övriga industribolag.

Fortsatt starkt kassaflöde

Med ett kassaflöde efter investeringar på 89 mkr i Q2'20 förlänger BE Group trenden att leverera en förstärkt balansräkning, vilket de inledde redan innan covid-19 slog till i samband med att stålkonjunkturen började försvagas under 2019. Volymerna sjönk totalt sett med 16 % i Q2'20 jämfört med Q2'19.

Rekordlåg värdering till följd av osäkra konjunkturutsikter

Vi är fortsatt avvaktande till BE Group-aktien på kort sikt. Värderingen är på historiskt låga nivåer avseende EV/Sales, vilket speglar osäkerheten kring lönsamheten framöver. BE Groups fokus på kassaflödet i dessa tider kommer dock sannolikt att betala sig värderingsmässigt på sikt när marknaden ser tydliga tecken på att en konjunkturåterhämtning är i antågande.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	30.00 - 35.00	
EPS, just 20e	-0.7	-0.7	0.0%	Sales,m	4,359	3,631	4,175	4,301	Current price	SEK30.10
EPS, just 21e	4.07	4.07	0.0%	Sales Growth	(9.2)%	(16.7)%	15.0%	3.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	5.46	5.46	0.0%	EBITDA, m	201	118	202	227	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	88.0	3.6	88.4	113.0		
				EPS, adj	3.85	(0.70)	4.07	5.46		
				EPS Growth	(37.5)%	NM%	NM%	34.0%		
				Equity/Share	71.0	70.3	74.4	79.8		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	1.25		
				EBIT Marginal	2.0%	0.1%	2.1%	2.6%		
				ROE (%)	5.4%	(1.0)%	5.5%	6.8%		
				ROCE	4.5%	0.2%	5.1%	6.2%		
				EV/Sales	0.15x	0.18x	0.15x	0.15x		
				EV/EBITDA	3.2x	5.5x	3.2x	2.8x		
				EV/EBIT	7.3x	178.3x	7.3x	5.7x		
				P/E, adj	7.8x	(43.2)x	7.4x	5.5x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%		
				FCF yield	39.1%	50.0%	18.6%	35.8%		
				Net Debt/EBITDA	1.9g	1.5g	0.5g	(0.2)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3 2020	21 oktober		
-	-		
-	-		

Bolagsfakta		Analytiker	
Antal aktier	13.0m	alexander.vilval@penser.se	
Market cap, mkr	391	Analysavdelningen	
Nettoskuld, mkr	254		
EV, mkr	645		
Free Float	54.10%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	3.2(k)		
Reuters/Bloomberg	BEGR.ST/BEGR.SS		



Sammanfattning

Fortsatt starkt kassaflöde

Investment Case

Q2'20 kännetecknades av volymfall och stabila priser för BE Group. Volymerna föll totalt sett ca 16 % på årsbasis i kvartalet, varav fallet var något större i Sverige & Polen än i Finland & Baltikum. Framför allt är det Sverige och transportindustri som har påverkats negativt. Priserna ser förhållandevis stabila ut, riskerna framöver avser framför allt volym. World Steel Association räknar, i deras försenande Short Range Outlook från i juni, med volymfall om ca 17 % totalt sett 2020 i utvecklade länder. Eurofer räknar inte med att marknaderna förbättras förrän tidigast i Q4'20. Den underliggande rörelsemarginalen var 3,0 % i Q2'20, upp från 2,6 % i Q2'19, vilket är ett styrketecken med hänsyn till de tappade volymerna. Bra mix i Polen och en framgångsrik turn-around i Lecor Stålteknik lyfts fram som två ljusglimtar. BE Group tog även engångskostnader på 5 mkr i kvartalet till följd av omstrukturering i Baltikum där lager och produktionsservice nu konsolideras till Estland. Efter Q1'20 räknade vi med ett volymtapp i Q2'20 på ca 50 %, med viss återhämtning under hösten 2020, till följd av den stora osäkerheten som upplevdes på marknaden till följd av utbrottet av covid-19. BE Group klarade dock Q2'20 betydligt bättre än så. Vi har höjt försäljningsprognoserna med ca 20 % efter rapporten och räknar nu med att BE Group levererar svarta siffror avseende rörelseresultatet för helåret 2020.

Bolags profil

BE Group är ett handels- och servicebolag på den nordiska stålåterförsäljningsmarknaden. Bolaget tillhandahåller handelsstål, specialstål, rostfritt stål och aluminium. Kunderna återfinns primärt inom tillverknings- och byggindustrin. Exempel på kunder inom respektive område är byggsmidesföretag, regionala byggföretag, byggmaterialhandeln, legotillverkare, stålåterförsäljare, OEM-kunder.

Värdering

Värderingen av BE Group-aktien kommer att styras av konjunkturykeln, vilken för närvarande ter sig högst osäker. På sikt tror vi att aktien kan värderas upp till en målmultipel kring EV/Sales 0,4x, men detta låter sannolikt vänta på sig tills vi ser tydliga tecken på en starkare marknad. BE Groups arbete med effektiviseringar och tydliga fokus på kassaflöden kommer sannolikt att betala sig värderingsmässigt på sikt när marknaden börjar diskontera in en förstärkt konjunktur.

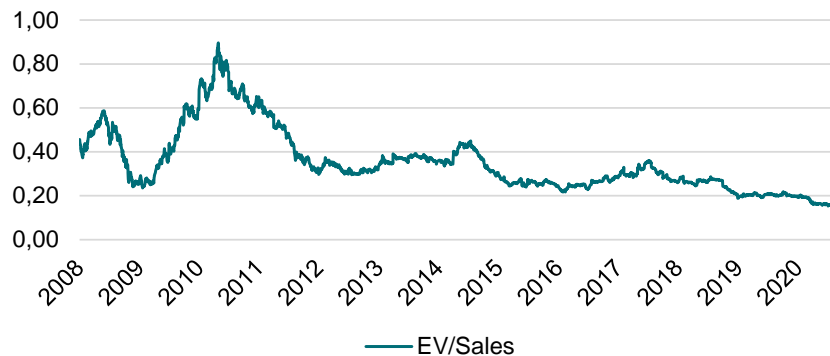
Motiverat värde

Vi är fortsatt avvaktande till BE Group-aktien på kort sikt, även om aktien nu handlas till rekordlåga nivåer avseende EV/Sales. Detta speglar dock den rekordstora osäkerheten kring förväntningarna på konjunkturen framöver.

Låga förväntningar i kursen

BE Group handlas till en EV/Sales-multipel på 0,16. Detta är en nivå som understiger tidigare perioder av osäkerhet, vilket indikerar att de implicita förväntningarna på framtida lönsamhet är lägre än någonsin. Detta talar för en god risk/reward i BE Group-aktien på nuvarande nivå.

BE Group - EV/Sales, rullande 12m



Källa: Erik Penser Bank

Kurs/eget kapital

BE Group handlas till 0,42x eget kapital. Det är i perspektivet av tidigare bottennivåer ca 30 % kvar till den tidigare lägstanivån från 2015, vilket talar emot bottenfiske på kort sikt.

BE Group - Kurs/eget kapital

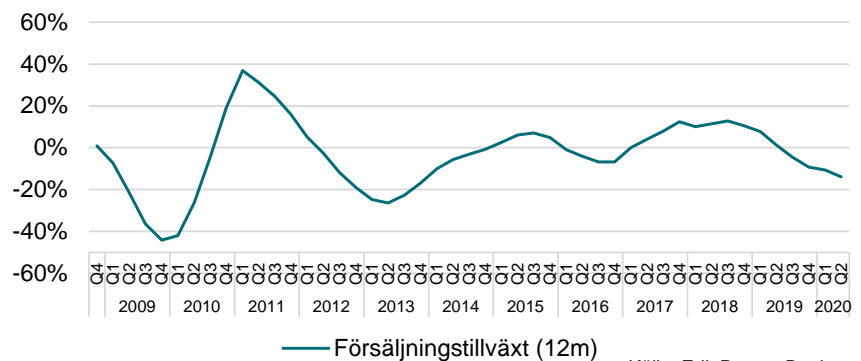


Källa: Erik Penser Bank

Fallande volymer 2020

Vi räknar med att försäljningen faller med -17 % för helåret 2020, vilket är ett lägre tapp än vi räknade med tidigare. Som jämförelse kan det noteras att BE Groups försäljning som mest föll med -44 % under en tolv månadersperiod i finanskrisen (Q4'09).

BE Group - Försäljningstillväxt, rullande 12m

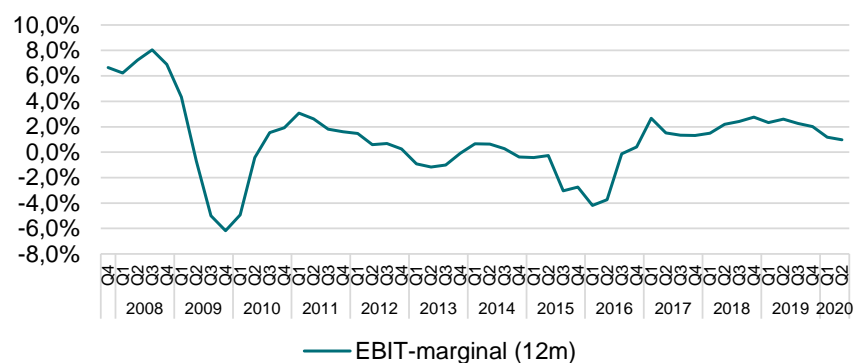


Källa: Erik Penser Bank

EBIT kring break-even 2020

Vi räknar med ett rörelseresultat kring break-even 2020. 2009 var rörelsemarginalen -6,2 %. I det här läget är osäkerheten stor, men vi bedömer att BE Group är bättre rustade att möta en fallande marknad denna gång efter mycket effektiviseringsarbete de senaste åren.

BE Group - EBIT-marginal, rullande 12m



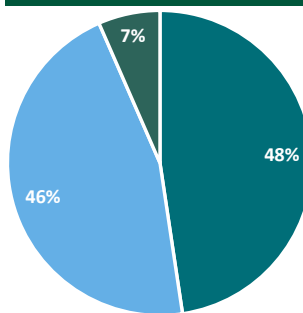
Källa: Erik Penser Bank

Bolagsfakta

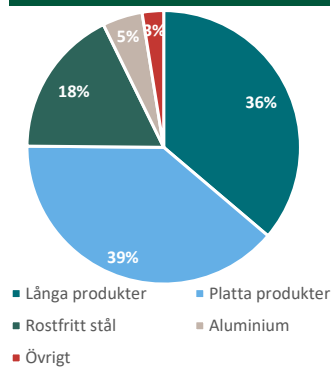
Största aktieägare	Röster	Aktier
Svedulf Fastighets AB	23,20%	23,20%
AB Traction	22,70%	22,70%
Avanza Pension	6,30%	6,30%
Quilter Inter Isle of Man Ltd	4,90%	4,90%
Övriga	42,90%	42,90%

Ordförande	Jörgen Zahlin
Verkställande direktör	Peter Andersson
Finansdirektör	Christoffer Franzén
Investerarkontakt	Christoffer Franzén
Hemsida	www.begroup.se

Sales/land



Sales/produktgrupp



Resultaträkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	4 803,0	4 359,0	3 630,8	4 175,4	4 300,6
Kostnad för sålda varor	-4 134,0	-3 754,0	-3 188,1	-3 592,3	-3 680,7
Bruttoresultat	669,0	605,0	442,7	583,1	619,9
Försäljningskostnader	-402,0	-389,0	-330,4	-372,2	-381,4
Administrationskostnader	-125,0	-128,0	-108,7	-122,5	-125,5
Övriga rörelseintäkter och -kostnader	-14,0	-3,0	-2,5	-2,9	-2,9
Andel av resultat i joint venture	4,0	3,0	2,5	2,9	2,9
Varav av/nedskrivningar	-38,0	-113,0	-114,0	-114,0	-114,0
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	170,0	201,0	117,6	202,4	227,0
Rörelseresultat (EBIT)	132,0	88,0	3,6	88,4	113,0
Finansnetto	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0
Resultat före skatt	116,0	72,0	-12,4	72,4	97,0
Skatt	-36,0	-22,0	3,3	-19,5	-26,2
Periodens resultat	80,0	50,0	-9,0	52,8	70,8

Balansräkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
Goodwill	563,0	566,0	566,0	566,0	566,0
Övriga immateriella anläggningstillgångar	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Materiella anläggningstillgångar	111,0	89,0	5,0	-79,0	-163,0
Nyttjanderättstillgångar	0,0	540,0	540,0	540,0	540,0
Andelar i joint venture	113,0	110,0	110,0	110,0	110,0
Finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skattefordran	33,0	21,0	21,0	21,0	21,0
Summa anläggningstillgångar	826,0	1 333,0	1 249,0	1 165,0	1 081,0
Varulager	651,0	642,0	508,3	584,6	602,1
Kundfordringar	470,0	387,0	308,6	354,9	365,6
Övriga rörelsefordringar	63,0	57,0	47,2	54,3	55,9
Likvida medel	108,0	168,0	113,5	186,1	326,1
Summa omsättningstillgångar	1 292,0	1 254,0	977,7	1 179,8	1 349,7
Summa tillgångar	2 118,0	2 587,0	2 226,7	2 344,8	2 430,7
Eget kapital och skulder					
Eget kapital	892,0	922,0	913,0	965,8	1 036,6
Summa eget kapital	892,0	922,0	913,0	965,8	1 036,6
Långfristiga räntebärande skulder	543,0	536,0	286,0	286,0	286,0
Långfristiga leasingsskulder	0,0	449,0	449,0	449,0	449,0
Avsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skatteskuld	44,0	44,0	44,0	44,0	44,0
Summa långfristiga skulder	587,0	1 029,0	779,0	779,0	779,0
Kortfristiga räntebärande skulder	5,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Kortfristiga leasingsskulder	0,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Leverantörsskulder	468,0	398,0	326,8	375,8	387,1
Övriga kortfristiga skulder	145,0	139,0	108,9	125,3	129,0
Övriga kortfristiga avsättningar	21,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Summa kortfristiga skulder	639,0	636,0	534,7	600,0	615,1
Summa eget kapital och skulder	2 118,0	2 587,0	2 226,7	2 344,8	2 430,7

Kassaflöde

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Resultat före skatt	132,0	88,0	-12,4	72,4	97,0
Justeringar	29,0	83,0	114,0	114,0	114,0
Betald inkomstskatt	-16,0	-2,0	3,3	-19,5	-26,2
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	145,0	169,0	105,0	166,8	184,8
Förändring av rörelsekapital	-59,0	31,0	120,6	-64,3	-14,8
Kassaflöde från den löpande verksamheten	86,0	200,0	225,5	102,6	170,0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,0	0,0			
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-32,0	-25,0	-30,0	-30,0	-30,0
Avyttringar av materiella anläggningstillgångar	2,0	1,0			
Övrigt kassaflöde i investeringsverksamheten	0,0	-13,0			
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-32,0	-38,0	-30,0	-30,0	-30,0
Kassaflöde finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-250,0		
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-250,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	44,0	58,0	-54,5	72,6	140,0
Likvida medel vid periodens början		108,0	168,0	113,5	186,1
Kursdifferens i likvida medel	3,0	2,0			
Likvida medel vid periodens slut	108,0	168,0	113,5	186,1	326,1

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se