



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Material | Sweden | 23 October 2020

BE Group

Fortsatt svarta siffror trots stora volymfall

Fortsatt positivt resultat och kassaflöde trots utmanande marknadsförutsättningar

BE Group levererade ett underliggande rörelseresultat på 14 mkr i Q3'20, i nivå med 13 mkr Q3'19, trots en utmanande marknad med fallande volymer. Finland & Baltikum sticker ut på uppsidan och bidrog med 19 mkr, medan Sverige & Polen vände till förlust i kvartalet. Volymerna föll totalt sett med ca 15%. BE Group visade dock fortsatt ett positivt kassaflöde.

Återhämtning inom tillverkningsindustrin men avmattning inom bygg

Indikatorer för volymer i stål- och metallindustrin är på fortsatt låga nivåer efter sommaren, utan en tydlig vändning i sikte. Avseende slutkunder så ser BE Group en återhämtning inom tillverkningsindustrin medan byggindustrin avmattas. Kunder med exponering mot t ex gruvsektorn har haft bättre efterfrågan drivet av starka råvarupriser.

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 marginaler och kassaflöde 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	33.00 - 35.00	
EPS, just 20e	0.65	-0.7	-193.0%	Sales,m	4,359	3,520	3,880	3,997	Current price	SEK32.70
EPS, just 21e	5.05	4.07	24.2%	Sales Growth	(9.2)%	(19.3)%	10.3%	3.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	5.94	5.46	8.9%	EBITDA, m	201	143	221	237	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser				EBIT, m	88.0	27.5	105.9	121.6		
				EPS, adj	3.85	0.65	5.05	5.94		
Q4 2020	28 januari 2021			EPS Growth	(37.5)%	(83.2)%	680.4%	17.5%		
AGM	20 april 2021			Equity/Share	71.0	71.7	76.7	82.7		
Q1 2020	20 april 2021			Dividend	0.00	0.00	0.00	1.25		
Bolagsfakta (mkr)				EBIT Marginal	2.0%	0.8%	2.7%	3.0%		
				ROE (%)	5.4%	0.9%	6.6%	7.2%		
				ROCE	4.5%	1.6%	5.9%	6.5%		
				EV/Sales	0.16x	0.19x	0.17x	0.17x		
				EV/EBITDA	3.4x	4.8x	3.1x	2.9x		
Antal aktier	13.0m			EV/EBIT	7.7x	24.7x	6.4x	5.6x		
Market cap	425			P/E, adj	8.5x	50.5x	6.5x	5.5x		
Nettoskuld	254			Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%		
EV	679			FCF yield	39.1%	41.4%	25.3%	35.7%		
Free Float	53.70%			Net Debt/EBITDA	1.9g	1.4g	0.4g	(0.3)g		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	12.6(k)									
Reuters/Bloomberg	BEGR.ST/BEGR.SS									

Analytiker

alexander.vilval@penser.se
Analysavdelningen



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Material | Sweden | 23 October 2020

Sammanfattning

Fortsatt svarta siffror trots stora volymfall

Investment Case

BE Group levererade ett underliggande rörelseresultat på 14 mkr i Q3'20, drivet av en stark utveckling i Finland & Baltikum där resultatet var 19 mkr, medan det underliggande resultatet i Sverige & Polen var -5 mkr i kvartalet. Försäljningen föll 24% jämfört med Q3'19. Volymerna inom Sverige & Polen föll 21% i Q3'20 y/y och 11% inom Finland & Baltikum. Hittills i år är det underliggande marginalen 3,0% för bolaget, vilket vi betraktar som ett styrketecken givet den svaghet marknaden har uppvisat i år. BE Group pekar på ökade bruttomarginaler samt god kostnadskontroll. BE Group ser nu en kontinuerlig återhämtning även om osäkerheten fortfarande bedöms som stor. Tillverkningsindustrin är inne i en återhämtning medan byggindustrin avmattas. Sverige hämmades av vissa problem under kvartalet, medan utvecklingen i Finland sticker ut på den positiva sidan. Investeringen i Norrköping är i full drift och centraliseringen dit är i stora delar avklarad. Även omstruktureringen i Baltikum löper på enligt plan. Vi har sänkt våra försäljningsprognoser något efter rapporten, men samtidigt höjt marginalantaganden och resultat efter vad vi betraktar som en stark leverans av BE Group hittills i år.

Bolags profil

BE Group är ett handels- och servicebolag på den nordiska stålåterförsäljarmarknaden. 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.

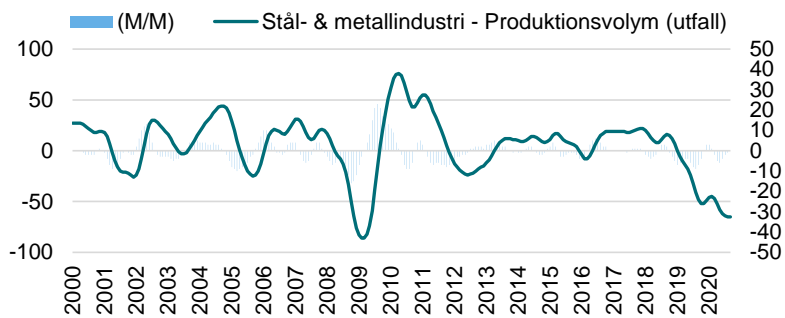
Motiverat värde

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.

Ingen vändning än enligt indikatorerna

Indikatorer för volymer i stål- och metallindustrin är på fortsatt låga nivåer efter sommaren, och vi ser ingen tydlig vändning än. Avseende slutkunder så ser BE Group en återhämtning inom tillverkningsindustrin medan byggindustrin avmattas. Kunder med exponering mot t ex gruvsektorn har haft bättre efterfrågan drivet av starka råvarupriser.

Stål- & metallindustri - Produktionsvolym t o m augusti 2020 - Konjunkturinstitutet

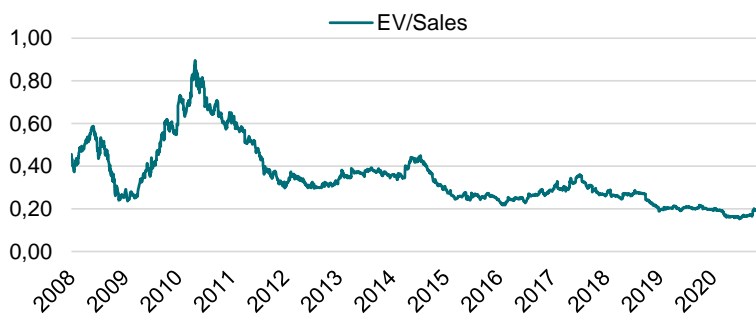


Källa: Konjunkturinstitutet, Erik Penser Bank

Låga förväntningar i kursen

BE Group handlas till en EV/Sales-multipel på 0,19. 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 på lång sikt i BE Group-aktien på nuvarande nivå.

BE Group - EV/Sales, rullande 12m

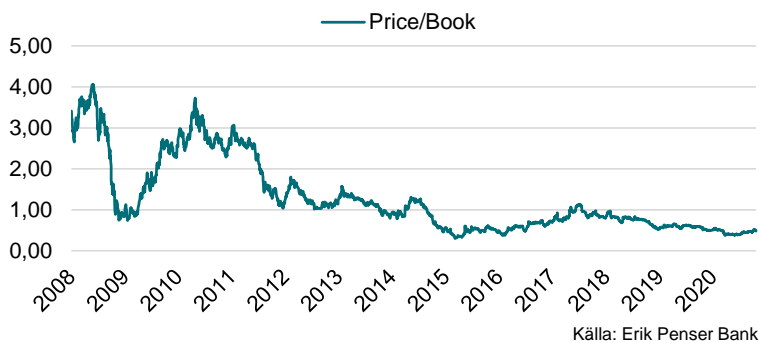


Källa: Erik Penser Bank

Kurs/eget kapital

BE Group handlas till 0,48x eget kapital. Det är i perspektivet av tidigare bottenivåer 37% kvar till den tidigare lägstanivån från 2015, vilket talar emot bottenfiske på kort sikt.

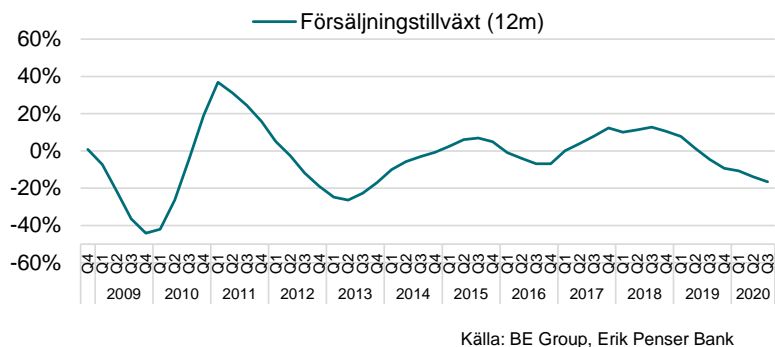
BE Group - Kurs/eget kapital



Fallande volymer 2020

Vi räknar med att försäljningen faller med -19 % för helåret 2020. Som jämförelse kan det noteras att BE Groups försäljning som mest föll med -44 % under en tolv månadersperiod i finanskrisen (Q4'09).

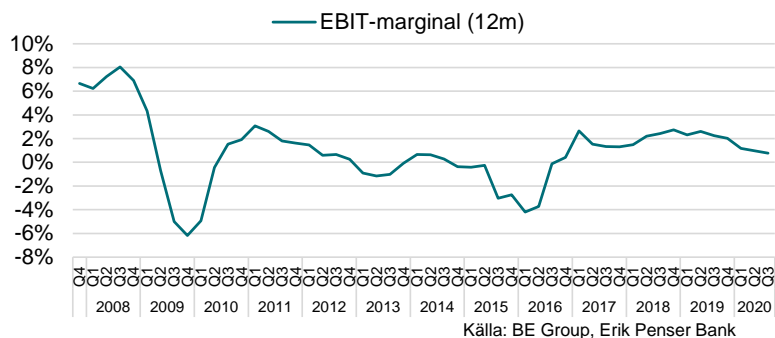
BE Group - Försäljningstillväxt rullande 12 månader



Positivt resultat 2020

Vi räknar med ett rörelseresultat på ca 27 mkr 2020, trots omstruktureringskostnader och lagerförluster på 63 mkr hittills i år. 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 12 månader

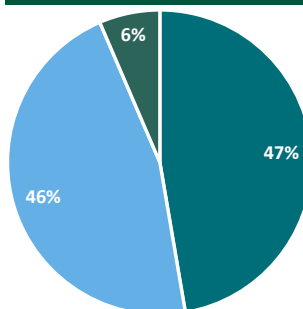


Bolagsfakta

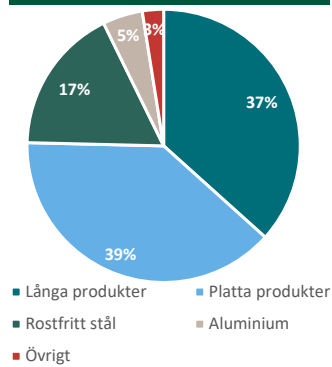
Största aktieägare	Röster	Aktier
Svedulf Fastighets AB	23,2%	23,2%
AB Traction	23,1%	23,1%
Avanza Pension	6,4%	6,4%
Quilter Inter Isle of Man Ltd	4,9%	4,9%
Övriga	42,4%	42,4%

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

Sales/land



Sales/produktgrupp



Resultaträkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	4 803,0	4 359,0	3 519,5	3 880,3	3 996,7
Kostnad för sålda varor	-4 134,0	-3 754,0	-3 069,3	-3 317,5	-3 406,0
Bruttoresultat	669,0	605,0	450,2	562,8	590,7
Försäljningskostnader	-402,0	-389,0	-318,0	-343,8	-352,9
Administrationskostnader	-125,0	-128,0	-104,7	-113,1	-116,1
Övriga rörelseintäkter och -kostnader	-14,0	-3,0	-2,5	-2,7	-2,7
Andel av resultat i joint venture	4,0	3,0	2,5	2,7	2,7
Varav av/nedskrivningar	-38,0	-113,0	-115,0	-115,0	-115,0
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	170,0	201,0	142,5	220,9	236,6
Rörelseresultat (EBIT)	132,0	88,0	27,5	105,9	121,6
Finansnetto	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0
Resultat före skatt	116,0	72,0	11,5	89,9	105,6
Skatt	-36,0	-22,0	-3,1	-24,3	-28,5
Periodens resultat	80,0	50,0	8,4	65,6	77,1

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	-1,0	-91,0	-181,0
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	1 243,0	1 153,0	1 063,0
Varulager	651,0	642,0	527,9	582,0	599,5
Kundfordringar	470,0	387,0	422,3	465,6	479,6
Övriga rörelsefordringar	63,0	57,0	45,8	50,4	52,0
Likvida medel	108,0	168,0	103,8	211,1	362,6
Summa omsättningstillgångar	1 292,0	1 254,0	1 099,8	1 309,2	1 493,6
Summa tillgångar	2 118,0	2 587,0	2 342,8	2 462,2	2 556,6
Eget kapital och skulder					
Eget kapital	892,0	922,0	930,4	996,0	1 073,1
Summa eget kapital	892,0	922,0	930,4	996,0	1 073,1
Långfristiga räntebärande skulder	543,0	536,0	296,0	296,0	296,0
Långfristiga leasingkulder	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	789,0	789,0	789,0
Kortfristiga räntebärande skulder	5,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Kortfristiga leasingkulder	0,0	92,0	92,0	92,0	92,0
Leverantörsskulder	468,0	398,0	411,8	454,0	467,6
Övriga kortfristiga skulder	145,0	139,0	112,6	124,2	127,9
Övriga kortfristiga avsättningar	21,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Summa kortfristiga skulder	639,0	636,0	623,4	677,2	694,5
Summa eget kapital och skulder	2 118,0	2 587,0	2 342,8	2 462,2	2 556,6

Kassaflöde

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Resultat före skatt	132,0	88,0	11,5	89,9	105,6
Justeringar	29,0	83,0	115,0	115,0	115,0
Betald inkomstskatt	-16,0	-2,0	-3,1	-24,3	-28,5
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	145,0	169,0	123,4	180,6	192,1
Förändring av rörelsekapital	-59,0	31,0	77,4	-48,3	-15,6
Kassaflöde från den löpande verksamheten	86,0	200,0	200,8	132,3	176,5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,0	0,0			
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-32,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
Avyttringar av materiella anläggningstillgångar	2,0	1,0			
Övrigt kassaflöde i investeringsverksamheten	0,0	-13,0			
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-32,0	-38,0	-25,0	-25,0	-25,0
Kassaflöde finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-240,0		
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-240,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	44,0	58,0	-64,2	107,3	151,5
Likvida medel vid periodens början		108,0	168,0	103,8	211,1
Kursdifferens i likvida medel	3,0	2,0			
Likvida medel vid periodens slut	108,0	168,0	103,8	211,1	362,6

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 grunda sig 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

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån 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%.

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. 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 be-rörda 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