



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Material | Sweden | 29 January 2021

## BE Group

### Väl hanterat 2020 inför ljusare tider

#### Förstärkt resultat 2020 trots fallande volymer

BE Group levererade underliggande EBIT på 12 mkr i Q4'20 (9) vilket summerade till 96 mkr (94) på helåret. Imponerande med tanke på att omsättningen föll med 11% i kvartalet och 16% på helåret. BE Group har under 2020 fokuserat på att bygga en stabil grund, och är nu i en god position att kapitalisera på bättre tider, samt även hantera svårare perioder, vilket 2020 är en bevis på.

#### Utsikterna ser bra ut inför våren

BE Group ser en gradvid marknadsåterhämtning i kombination med stigande priser. Återhämtningen är tydlig inom tillverkningsindustrin, medan byggindustrin är tillbaka på nivåer i paritet med föregående år. I slutet på 2020 accelererade stålbehovet, vilket även speglas i konjunkturinstitutets indikatorer. Det ser således ut som att vi är inne i en positiv period för stål och BE Group under våren.

#### 2020 ger en bas för stigande värdering av BE Group

Vi har tidigare argumenterat för att det arbete BE Group gjort avseende effektiviseringar kommer att betala sig värderingsmässigt när det väl vänder upp igen. Vi räknar fortsatt med stärkta volymer och priser 2021, samt har justerat upp våra EBIT-prognoser med ca 20% efter rapporten. Aktien kan sannolikt stärkas ytterligare framöver, och motiverat värde uppgår till 55 - 60 kr.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	55.00 - 60.00	
EPS, just 21e	6.63	5.05	31.2%	Sales,m	3,672	4,242	4,370	4,501	Current price	SEK40.50
EPS, just 22e	7.96	5.94	34.0%	Sales Growth	(15.8)%	15.5%	3.0%	3.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	8.93	8.93	0.0%	EBITDA, m	154	242	264	279	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
			EBIT, m	39.0	129.1	150.6	166.3			
			EPS, adj	0.31	6.63	7.96	8.93			
			EPS Growth	(92.0)%	2,052.5%	20.0%	12.3%			
<b>Kommande händelser</b>			Equity/Share	69.7	76.3	84.3	93.2			
Q1 2021		20 april	Dividend	0.00	1.75	2.00	2.25			
Q2 2021		15 juli	EBIT Marginal	1.1%	3.0%	3.4%	3.7%			
Q3 2021		21 oktober	ROE (%)	0.4%	8.7%	9.4%	9.6%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			ROCE	2.3%	6.9%	7.6%	8.0%			
Antal aktier		13.0m	EV/Sales	0.33x	0.29x	0.28x	0.27x			
Market cap		526	EV/EBITDA	7.9x	5.1x	4.6x	4.4x			
Nettoskuld		697	EV/EBIT	31.4x	9.5x	8.1x	7.4x			
EV		1,223	P/E, adj	131.5x	6.1x	5.1x	4.5x			
Free Float		75.76%	Dividend yield	0.0%	4.3%	4.9%	5.6%	<b>Analytiker</b>		
Avg. No. of Daily Traded Sh.		9.1(k)	FCF yield	65.6%	21.7%	34.1%	36.4%	alexander.vilval@penser.se		
Reuters/Bloomberg		BEGR.ST/BEGR.SS	Net Debt/EBITDA	4.5g	2.7g	1.9g	1.1g			



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Material | Sweden | 29 January 2021

# Sammanfattning

---

## Väl hanterat 2020 inför ljusare tider

### Investment Case

---

BE Group levererade underliggande EBIT på 12 mkr (9) i Q4'20. Detta trots att försäljningen föll 11% jämfört med Q4'19. Marknaden återhämtade sig under kvartalet, framför allt avseende tillverkningsindustrin, och kvartalet avslutades starkt. Såväl Sverige & Polen som Finland & Baltikum visade svarta siffror i Q4'20. Kassaflödet i Q4'20 var starkt, vilket varit temat under 2020. Kassaflöde efter investeringar var 147 mkr i Q'20, varav 117 mkr avsåg rörelsekapital. Vi har tidigare argumenterat för att det arbete BE Group gjort avseende effektiviseringar kommer att betala sig värderingsmässigt när det väl vänder upp igen. Vi räknar fortsatt med stärkta volymer och priser 2021, samt har justerat upp våra EBIT-prognoser med ca 20% efter rapporten.

### 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 byggsmidensföretag, regionala byggföretag, byggmaterialhandeln, legotillverkare, stålåterförsäljare, OEM-kunder.

### Värdering

---

Värderingen av BE Group-aktien kommer att styras av konjunkturcykeln. Med en starkare marknad i år tror vi att aktien kan värderas till en målmultipel på ca 0,35x EV/Sales, och på sikt upp emot 0,4x, men detta låter sannolikt vänta på sig tills vi ser tydliga tecken på en stabil konjunkturåterhämtning. BE Groups arbete med effektiviseringar och tydliga fokus på kassaflöden kommer att betala sig värderingsmässigt när marknaden börjar diskontera in en förstärkt konjunktur.

### Motiverat värde

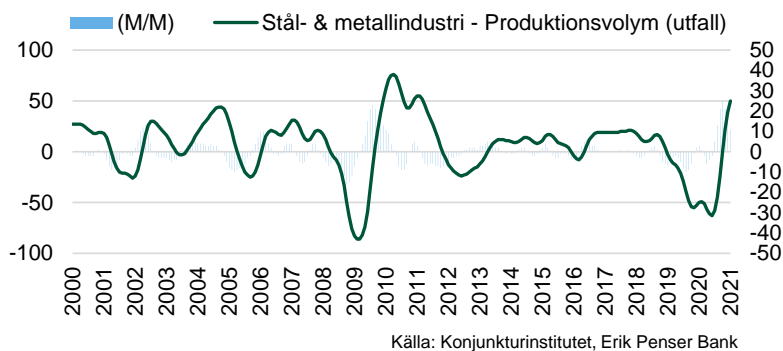
---

Vi är positiva till BE Group-aktien. Värderingen är låg och med en starkare stålmarknad framöver, samt med ett väl hanterat 2020 i ryggen, tror vi att aktien har potential att utvecklas väl. Motiverat värde uppgår till 55 - 60 kr per aktie.

## Starka indikatorer, som även korrelerar med aktien

Indikatorer för volymer i stål- och metallindustrin har vänt sedan botten i somras, samt är även i positivt territorium sedan i oktober/november. Det bekräftar även av BE Group som såg att stålbehovet accelererade i slutet på 2020. Aktiens topp i april 2010 korrelerade väl med att även indikatorerna toppade då.

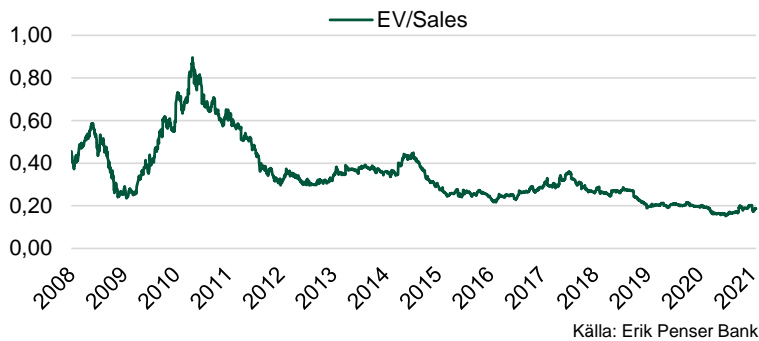
### Stål- och metallindustri - produktionsvolym t o m januari 2021 - Konjunkturinstitutet



## Låga förväntningar i kursen

BE Group handlas till en EV/Sales-multipel på 0,19 (ex IFRS-16). Detta är en nivå som understiger tidigare perioder av osäkerhet, vilket indikerar att de implicita förväntningarna på framtida lönsamhet är låga. Detta talar för en god risk/reward på lång sikt i BE Group-aktien på nuvarande nivå.

### BE Group - EV/Sales - Rullande 12m



## Kurs/eget kapital

BE Group handlas till 0,58x eget kapital. Ser vi att förväntningarna stiger kring en starkare marknad för BE Group bedömer vi att aktien kan komma att handlas till en betydligt mindre rabatt mot eget kapital under 2021.

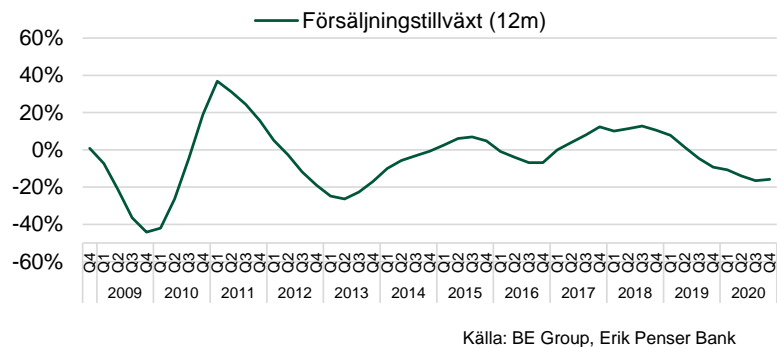
### BE Group - Kurs/eget kapital



## Volymerna föll 2020, men momentum i cykeln ser ut att ha vänt

Nettoomsättningen föll -16 % för helåret 2020. Momentum sett till rullande 12 månader är dock nu positivt för första gången sedan Q3'18. Vi räknar fortsatt med att volymerna stiger med 10% 2021, samt att priserna stiger 5% på årsbasis.

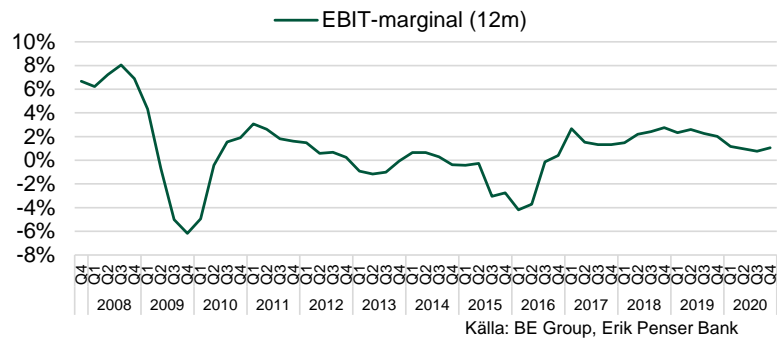
### BE Group - Försäljningstillväxt - rullande 12 månader



## Resultatförstärkningen 2020 är ett kvitto på kvalitet

BE Group levererade ett underliggande rörelseresultat på 96 mkr 2020, vilket var 2 mkr högre än 2019. Detta trots fallande volymer och priser. Att bolaget trots de förutsättningarna stärker resultatet är något vi tror kommer att ligga till grund för ett ökat förtroende på aktiemarknaden. Vi räknar med en rörelsemarginal på 3% 2021.

### BE Group - EBIT-marginal - rullande 12 månader



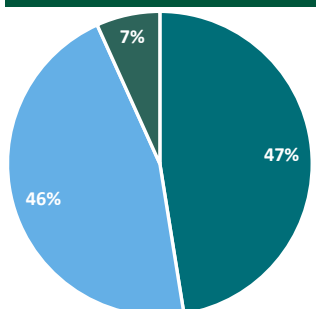
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Svedulf Fastighets AB	24,0%	24,0%
AB Traction	23,7%	23,7%
Avanza Pension	6,5%	6,5%
Johan Ahldin	4,9%	4,9%
Övriga	41,0%	41,0%

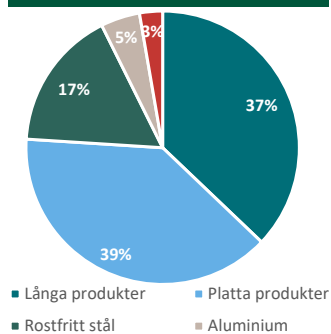
  

Ordförande	Jörgen Zahlin
Verkställande direktör	Peter Andersson
Finansdirektör	Christoffer Franzén
Investerarkontakt	Christoffer Franzén
Hemsida	www.begroup.com

## Sales/land



## Sales/produktgrupp



■ Sverige ■ Finland ■ Övrigt ■ Övrigt

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	4 803,0	4 359,0	3 672,0	4 242,1	4 369,5	4 500,8
Kostnad för sålda varor	-4 134,0	-3 754,0	-3 124,0	-3 536,8	-3 660,5	-3 760,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>669,0</b>	<b>605,0</b>	<b>548,0</b>	<b>705,3</b>	<b>709,0</b>	<b>740,0</b>
Försäljningskostnader	-402,0	-389,0	-371,0	-420,0	-434,7	-446,6
Administrationskostnader	-125,0	-128,0	-110,0	-124,5	-128,9	-132,4
Övriga rörelseintäkter och -kostnader	-14,0	-3,0	-35,0	-2,9	-3,0	-3,1
Andel av resultat i joint venture	4,0	3,0	7,0	7,9	8,2	8,4
Varav av/nedskrivningar	-38,0	-113,0	-115,0	-113,0	-113,0	-113,0
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>170,0</b>	<b>201,0</b>	<b>154,0</b>	<b>242,1</b>	<b>263,6</b>	<b>279,3</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>132,0</b>	<b>88,0</b>	<b>39,0</b>	<b>129,1</b>	<b>150,6</b>	<b>166,3</b>
Finansnetto	-16,0	-16,0	-28,0	-19,7	-19,5	-19,4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>116,0</b>	<b>72,0</b>	<b>11,0</b>	<b>109,4</b>	<b>131,0</b>	<b>147,0</b>
Skatt	-36,0	-22,0	-7,0	-23,3	-27,7	-31,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>80,0</b>	<b>50,0</b>	<b>4,0</b>	<b>86,1</b>	<b>103,3</b>	<b>116,0</b>

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Tillgångar</b>						
Goodwill	563,0	566,0	557,0	557,0	557,0	557,0
Övriga immateriella anläggningstillgångar	6,0	7,0	5,0	4,0	3,0	2,0
Materiella anläggningstillgångar	111,0	89,0	89,0	91,0	93,0	95,0
Nyttjanderättstillgångar	0,0	540,0	541,0	521,0	447,8	375,1
Andelar i joint venture	113,0	110,0	117,0	117,0	117,0	117,0
Finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skattefordran	33,0	21,0	24,0	24,0	24,0	24,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>826,0</b>	<b>1 333,0</b>	<b>1 333,0</b>	<b>1 314,0</b>	<b>1 241,8</b>	<b>1 170,1</b>
Varulager	651,0	642,0	501,0	576,9	594,3	612,1
Kundfordringar	470,0	387,0	376,0	432,7	445,7	459,1
Övriga rörelsefordringar	63,0	57,0	42,0	46,7	48,1	49,5
Likvida medel	108,0	168,0	166,0	280,1	436,6	602,1
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 292,0</b>	<b>1 254,0</b>	<b>1 085,0</b>	<b>1 336,4</b>	<b>1 524,6</b>	<b>1 722,8</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>2 118,0</b>	<b>2 587,0</b>	<b>2 418,0</b>	<b>2 650,4</b>	<b>2 766,4</b>	<b>2 892,9</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>						
Eget kapital	892,0	922,0	905,0	991,1	1 094,4	1 210,4
<b>Summa eget kapital</b>	<b>892,0</b>	<b>922,0</b>	<b>905,0</b>	<b>991,1</b>	<b>1 094,4</b>	<b>1 210,4</b>
Långfristiga räntebärande skulder	543,0	536,0	321,0	321,0	298,3	272,3
Långfristiga leasingskulder	0,0	449,0	457,0	526,0	541,8	558,1
Avsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skatteskuld	44,0	44,0	42,0	42,0	42,0	42,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>587,0</b>	<b>1 029,0</b>	<b>820,0</b>	<b>889,0</b>	<b>882,1</b>	<b>872,4</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	5,0	6,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kortfristiga leasingskulder	0,0	92,0	84,0	84,0	84,0	84,0
Leverantörsskulder	468,0	398,0	414,0	466,6	480,6	495,1
Övriga kortfristiga skulder	145,0	139,0	162,0	186,7	192,3	198,0
Övriga kortfristiga avsättningar	21,0	1,0	32,0	32,0	32,0	32,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>639,0</b>	<b>636,0</b>	<b>693,0</b>	<b>770,3</b>	<b>789,9</b>	<b>810,1</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>2 118,0</b>	<b>2 587,0</b>	<b>2 418,0</b>	<b>2 650,4</b>	<b>2 766,4</b>	<b>2 892,9</b>

## Kassaflöde

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Rörelseresultat	132,0	88,0	39,0	129,1	150,6	166,3
Justeringar	29,0	83,0	113,0	93,3	93,5	93,6
Betald inkomstskatt	-16,0	-2,0	-10,0	-23,3	-27,7	-31,0
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>145,0</b>	<b>169,0</b>	<b>142,0</b>	<b>199,1</b>	<b>216,3</b>	<b>229,0</b>
Förändring av rörelsekapital	-59,0	31,0	199,0	-60,0	-12,1	-12,5
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>86,0</b>	<b>200,0</b>	<b>341,0</b>	<b>139,1</b>	<b>204,2</b>	<b>216,5</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,0	0,0	0,0			
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-32,0	-25,0	-21,0	-25,0	-25,0	-25,0
Avyttringar av materiella anläggningstillgångar	2,0	1,0	0,0			
Övrigt kassaflöde i investeringsverksamheten	0,0	-13,0	0,0			
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-32,0</b>	<b>-38,0</b>	<b>-21,0</b>	<b>-25,0</b>	<b>-25,0</b>	<b>-25,0</b>
Kassaflöde finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-318,0		-22,7	-26,0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>-10,0</b>	<b>-104,0</b>	<b>-318,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-22,7</b>	<b>-26,0</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>44,0</b>	<b>58,0</b>	<b>2,0</b>	<b>114,1</b>	<b>156,5</b>	<b>165,5</b>
Likvida medel vid periodens början		108,0	168,0	166,0	280,1	436,6
Kursdifferens i likvida medel	3,0	2,0	-4,0			
Likvida medel vid periodens slut	108,0	168,0	166,0	280,1	436,6	602,1



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

#### 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 fondhandlarförningens 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](http://www.penser.se)