



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Skog | Sweden | 6 May 2021

# Bergs Timber

## Stark rapport och positiva utsikter

### Stark rapport

Bergs levererade EBITDA om 65 mkr i Q1'21 (29), samt en omsättning som ökade med 12% jämfört med Q1'20. Förbättring drevs främst av priser, vilka stigit brett i spåren av den starka efterfrågan. Den största förbättringen resultatmässigt fanns hos Wood Protection, och Bergs har nu levererat en lönsamhet över det långsiktiga målet på 9% (EBITDA) fyra kvartal i följd.

### Positiva utsikter

Bergs ser inte några tecken på avmattning, baserat på en visibilitet som sträcker sig in i Q3'21. Q1 är det säsongsmässigt svagaste kvartalet, vilket även det borgar väl för fortsättningen på året. En positiv detalj är att exklusiva produkter ökar mer än standardprodukter inom Bergs största produktområde Wood Protection. Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer för april speglar att marknaden stärkts ytterligare in i Q2'21.

### Minskad potential på kort sikt efter stark kursutveckling, förvärv kan dock addera mera

Vi höjer våra EBITDA-prognoser med 14% för 2021e, samt 1% respektive 3% för 2022e och 2023e. Motiverat värde höjs till 5,50-5,60 kr (5,00-5,40), vilket speglar att potentialen i aktien minskat i spåren av den starka kursutvecklingen. Inkluderar vi ett resonemang kring en lyckad förvärvsstrategi framöver stiger det motiverade värdet till 7,00 kr (6,40).

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	5.50 - 5.60	
EPS, just 21e	0.48	0.31	56.2%	Sales,m	2,149	2,414	2,703	3,038	Current price	SEK6.44
EPS, just 22e	0.35	0.3	17.3%	Sales Growth	4.5%	12.4%	11.9%	12.4%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	0.41	0.34	18.3%	EBITDA, m	212	270	246	279		
				EBIT, m	137.0	189.5	156.8	180.9		
				EPS, adj	0.30	0.48	0.35	0.41		
				EPS Growth	144.2%	58.2%	(26.0)%	14.3%		
				Equity/Share	3.6	3.9	4.1	4.4		
				Dividend	0.20	0.12	0.12	0.12		
				EBIT Marginal	6.4%	7.8%	5.8%	6.0%		
				ROE (%)	8.4%	12.3%	8.6%	9.2%		
				ROCE	9.5%	12.2%	9.6%	10.4%		
				EV/Sales	1.08x	0.96x	0.86x	0.77x		
				EV/EBITDA	11.0x	8.6x	9.5x	8.3x		
				EV/EBIT	17.0x	12.3x	14.8x	12.9x		
				P/E, adj	21.3x	13.4x	18.2x	15.9x		
				P/Equity	1.8x	1.7x	1.6x	1.5x		
				Dividend yield	6.5%	1.8%	1.8%	1.8%		
				FCF yield	64.1%	2.2%	0.5%	(0.9)%		
				Net Debt/EBITDA	(0.2)g	(0.0)g	0.1g	0.3g		

### Kommande händelser

Q2 2021	29 juli
Q3 2021	28 oktober
-	-

### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	346.7m
Market cap	2,233
Nettoskuld	94
EV	2,327
Free Float	36.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	729.0(k)
Reuters/Bloomberg	BRGb.ST/BRGB:SS

### Kursutveckling 12 mån



### Analytiker

alexander.vilval@penser.se



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Skog | Sweden | 6 May 2021

# Sammanfattning

---

## Stark rapport och positiva utsikter

### Investment Case

---

Bergs nya struktur, med fokus på förädlade träprodukter som t ex nyskapande träskydd inom Wood Protection samt kundanpassade dörrar, fönster, trädgårdsmöbler och modulhus inom Joinery, innebär en stabil grund för tillväxt framöver. I takt med att den om än välskötta och lönsamma sågverksrörelsen minskar i betydelse för Bergs, kommer fokus från aktiemarknaden att i allt högre grad falla på bolagets tillväxtmöjligheter och stabilitet i lönsamheten för de förädlade produkterna. Bergs låga skuldsättning innebär stora möjligheter att växa även genom förvärv framöver.

### Bolags profil

---

Bergskoncernen består av en grupp självständiga dotterbolag med tydligt resultatansvar som utvecklar, producerar och marknadsför förädlad trä för olika tillämpningar. Med mångårig erfarenhet av trä och med stor kompetens kring vidareförädling, bidrar Bergs till att bygga ett hållbart samhälle baserat på förnybar råvara från hållbart brukade skogar i Östersjöregionen. Verksamheten bedrivs i Sverige, Estland, Lettland och Storbritannien och försäljning sker till ett 20-tal länder. De största marknaderna utgörs av Skandinavien, Baltikum, Storbritannien och Frankrike. Huvudkontor och koncernledning är baserade i Sverige. Bolagets aktie är noterad på Nasdaq sedan 1984.

### Värdering

---

Vi sätter värderingen av Bergs i perspektiv från flera infallsvinklar. Dels hur bolaget värderas utifrån dess historik. Mer relevant, och vad vi baserat vår grundvärdering på, är en värdering med utgångspunkt i bolagets nya och stabilare struktur. Vi resonerar även kring vad en lyckad förvärvsstrategi kan innebära. Risken i Bergs är enligt vår mening medelhög.

### Motiverat värde

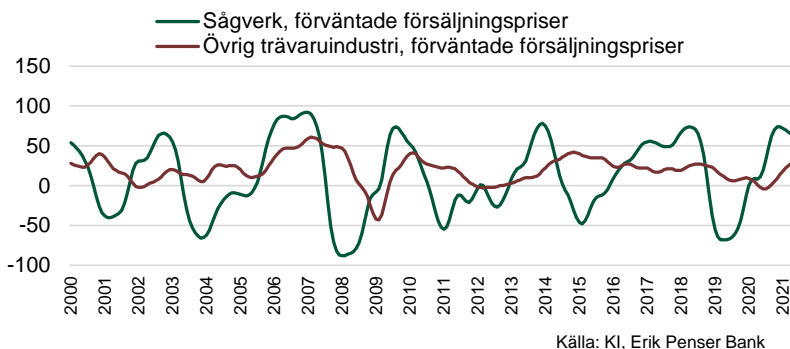
---

Motiverat värde uppgår till 5,50-5,60 kr, exklusive förvärv. Inklusivt en förväntan om förvärv stiger värderingen till 7,00 kr.

## Stark prisbild för samtliga trävaror

Ser vi till prisförväntningarna inom trävaruindustrin har de ett positivt momentum i april. Sågade trävaror ligger på höga nivåer, men även övriga trävaror ser ut att utvecklas positivt med successivt högre förväntningar. Historiskt sett är bilden att volatiliteten är högst just inom sågverk avseende priser. Att Bergs har tagit ett stort steg mot ökad exponering mot stabilare segment i form av vidareförädlade produkter kommer att betyda en stabilare verksamhet framöver än historiskt.

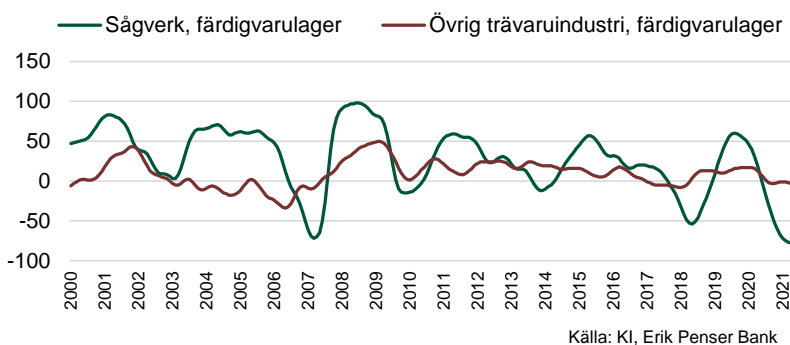
### Prisförväntningar inom trävaruindustrin



## Lagernivåerna är låga, vilket borgar för fortsatt stark marknad

Även vad gäller lagerförändringar kommer stabiliteten att öka för Bergs med en begränsad koncentration mot just sågverk, där verksamheten är volatil. Idag ser vi dock rekordlåga färdigvarulager inom sågverk generellt, vilket innebär att den positiva lönsamhetstrenden på kort sikt mycket väl kan vara en faktor som överraskar positivt jämfört med våra förväntningar framöver.

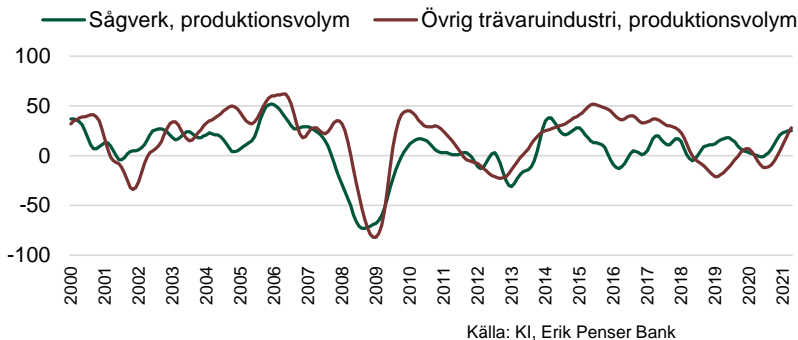
### Varulager inom trävaruindustrin



## Trenden pekar uppåt för såväl sågverk som övrig trävaruindustri

Överlag har trävaruindustrin utvecklats väl sedan covid-19 bröt ut. Den starkaste trenden har vi sett hos sågverken, där volymerna aldrig sjönk 2020 till skillnad från nästan alla andra branscher. Nedgången i övrig trävaruindustri var dock heller inte stor och branschen som helhet befinner sig i en positiv trend som fortsatt in i april.

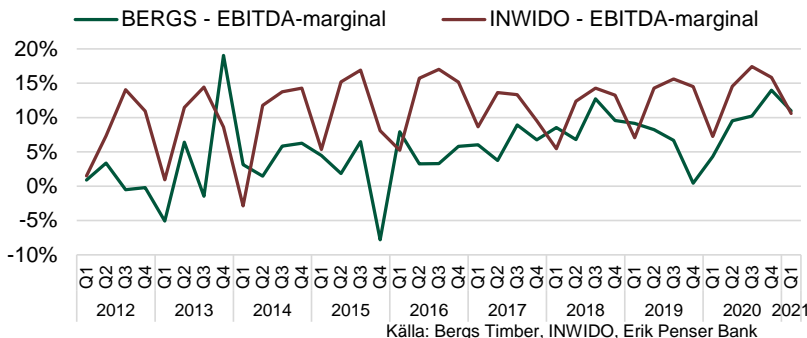
### Produktionsvolymerna inom trävaruindustrin



## Den nya strukturen förtjänar en högre värdering än historiken

Bergs nya struktur, med en lägre volatilitet efter avyttringen av de svenska sågverken, utgör grunden för den omvärdering vi sett under våren, givetvis i kombination med en mycket starkt underliggande cykel. För att sätta detta i perspektiv jämför vi med fönstertillverkaren Inwido. Sedan 2012 har Inwido visat en genomsnittlig EBITDA-marginal per kvartal om 11,2%, vilket är klart högre än Bergs 5,3%. Risken (standardavvikelsen) i Inwidos marginal har under samma period varit 5,0%, i linje med Bergs 5,1%. Dessa relationer talar enligt oss för att Bergs borde handlas till multipel motsvarande ca 45% av Inwido, vilket skulle motsvara en EV/EBITDA-multipel på ca 4x jämfört med Inwidos 9x. Detta tar dock inte hänsyn till Bergs omvandling. Tar vi hänsyn till Bergs nya struktur så bör enligt samma resonemang den relativa multipeln stiga till ca 80% av Inwido, eller EV/EBITDA strax över 7x. Sett till våra förväntningar för de närmaste åren innebär detta en värdering på ca 5,50 - 5,60 kr per aktie i Bergs Timber. Detta utgör basen i vårt motiverade värde, och innebär en höjning från tidigare 5,00 - 5,40 kr.

### Bergs vs. Inwido – EBITDA-marginaler historiskt

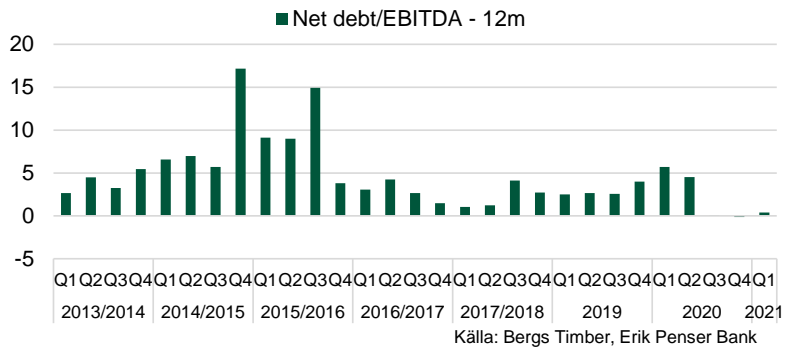


## Förvärv kan ge ytterligare uppsida

Bergs Timber har idag en skuldsättning nära 0, vilket innebär att belåningsutrymmet är betydande i och med målsättningen om att ha en nettoskuld som understiger eget kapital. Enligt våra prognoser innebär detta att Bergs skulle kunna förvärva omsättning motsvarande ca 3 mdr kr fram till 2024. Här förutsätter vi att Bergs inte tar ut

svängarna i värderingsmultiplarna på potentiella förvärv i spåren av den egna kursuppgången, utan förvärv till multiplar kring 5x EBITDA. Med förväntningar om att potentiella förvärv lever upp till Bergs marginaler så bedömer vi att en rimlig målkurs för aktien stiger till ca 7,00 kr per aktie.

### Bergs Timber - Nettoskuld/EBITDA



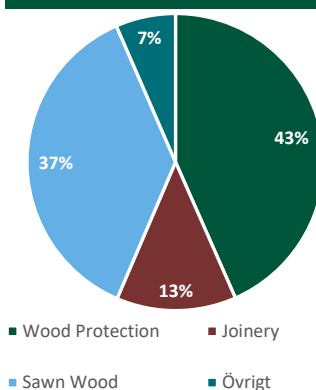
## Bolagsfakta

Största aktieägare (31/3)	Röster	Aktier
Norvik Hf	63,6%	63,6%
Futur Pension	4,0%	4,0%
Åke Bergh med maka	3,4%	3,4%
Nordnet Pension	1,8%	1,8%
Övriga	27,2%	27,2%

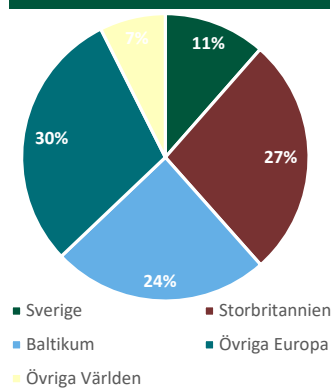
  

Ordförande	Michael Bertorp
Verkställande direktör	Peter Nilsson
Finansdirektör	Anders Marklund
Investerarkontakt	Peter Nilsson / Anders Marklund
Hemsida	<a href="http://www.bergstimmer.com">www.bergstimmer.com</a>

## Sales/segment (Q1'21)



## Sales/geografi (Q1'21)



## Resultaträkning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	2 056,0	2 149,0	2 414,4	2 702,6	3 037,9
Råvaror och förnödenheter	-1 431,0	-1 311,0	-1 726,5	-1 977,6	-2 220,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>625,0</b>	<b>838,0</b>	<b>687,9</b>	<b>725,0</b>	<b>817,4</b>
Förändring av produkter i arbete och färdiga varor	18,0	-30,0	211,2	242,0	271,7
Övriga rörelseintäkter	42,0	5,0	12,2	14,0	15,7
Övriga externa kostnader	-298,0	-341,0	-337,2	-386,2	-433,7
Personalkostnader	-254,0	-260,0	-304,7	-349,0	-391,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Av- och nedskrivningar	-60,0	-75,0	-80,0	-88,9	-98,3
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>133,0</b>	<b>212,0</b>	<b>269,5</b>	<b>245,7</b>	<b>279,2</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>73,0</b>	<b>137,0</b>	<b>189,5</b>	<b>156,8</b>	<b>180,9</b>
Finansnetto	-33,0	-44,0	8,0	-2,0	-4,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>40,0</b>	<b>93,0</b>	<b>197,5</b>	<b>154,8</b>	<b>176,9</b>
Skatt	3,0	12,0	-31,4	-31,9	-36,4
<b>Periodens resultat</b>	<b>43,0</b>	<b>105,0</b>	<b>166,2</b>	<b>122,9</b>	<b>140,5</b>

## Balansräkning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Tillgångar</b>					
Immateriella tillgångar	193,0	187,0	187,0	187,0	187,0
Materiella anläggningstillgångar inkl nyttjanderättstillgångar	948,0	665,0	735,9	797,9	900,4
Finansiella anläggningstillgångar	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Uppskjutna skattefordringar	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 150,0</b>	<b>859,0</b>	<b>929,9</b>	<b>991,9</b>	<b>1 094,4</b>
Varulager	667,0	349,0	392,1	438,9	493,4
Kortfristiga fordringar	328,0	241,0	270,8	303,1	340,7
Likvida medel	86,0	242,0	236,4	205,1	142,3
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 081,0</b>	<b>832,0</b>	<b>899,3</b>	<b>947,1</b>	<b>976,4</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>2 231,0</b>	<b>1 691,0</b>	<b>1 829,2</b>	<b>1 939,0</b>	<b>2 070,8</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>					
Eget kapital	1 102,0	1 251,0	1 347,8	1 429,1	1 528,0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 102,0</b>	<b>1 251,0</b>	<b>1 347,8</b>	<b>1 429,1</b>	<b>1 528,0</b>
Räntebärande skulder	604,0	168,0	183,0	183,0	183,0
Övriga långfristiga skulder och avsättningar	2,0	5,0	5,9	6,8	7,5
Uppskjutna skatteskulder	17,0	19,0	19,0	19,0	19,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>623,0</b>	<b>192,0</b>	<b>207,9</b>	<b>208,8</b>	<b>209,5</b>
Räntebärande skulder	157,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Ej räntebärande skulder	349,0	206,0	231,4	259,1	291,2
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>506,0</b>	<b>248,0</b>	<b>273,4</b>	<b>301,1</b>	<b>333,2</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>2 231,0</b>	<b>1 691,0</b>	<b>1 829,2</b>	<b>1 939,0</b>	<b>2 070,7</b>

## Kassaflöde

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat efter finansiella poster (inkl. avvecklad verksamhet)	45,0	184,0	197,5	154,8	176,9
Justeringar	64,0	39,0	80,0	88,9	98,3
Betald skatt	0,0	0,0	-31,4	-31,9	-36,4
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>109,0</b>	<b>223,0</b>	<b>246,2</b>	<b>211,8</b>	<b>238,8</b>
Förändring av rörelsekapital	38,0	132,0	-47,4	-51,5	-59,9
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>147,0</b>	<b>355,0</b>	<b>198,7</b>	<b>160,3</b>	<b>178,9</b>
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	-131,0	-69,0	-150,0	-150,0	-200,0
Förvärv / försäljning av verksamhet	-25,0	390,0			
Försäljning av materiella anläggningstillgångar	11,0	6,0			
Förändring av finansiella tillgångar	8,0	0,0			
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-137,0</b>	<b>327,0</b>	<b>-150,0</b>	<b>-150,0</b>	<b>-200,0</b>
Förändring av finansiella fordringar och skulder	35,0	-524,0	15,0	0,0	0,0
Utbetalad utdelning	-34,0	0,0	-69,3	-41,6	-41,6
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>1,0</b>	<b>-524,0</b>	<b>-54,3</b>	<b>-41,6</b>	<b>-41,6</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>11,0</b>	<b>158,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-31,3</b>	<b>-62,8</b>
Likvida medel vid periodens början	74,0	86,0	242,0	236,4	205,1
Kursdifferens i likvida medel	1,0	-2,0			
Likvida medel vid periodens slut	86,0	242,0	236,4	205,1	142,3



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