



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 27 October 2021

Beijer Electronics Group

Ytterligare marginalexpansion att vänta

Orderingång på över 500 mkr andra kvartalet i rad...

Med bred återhämtning i efterfrågan växte orderingången med mer än 50% organiskt och kom in på den näst högsta nivån någonsin. Komponentbristen gjorde att försäljningen var ca 10% lägre än vad den hade varit i en normalsituation. EBIT var betydligt lägre än vad det hade varit med normaliserad omsättning (även om marginalerna förbättrades till 7,8% från 1,4% i Q3'20 och 2,5% i Q2'21).

...och med försäljningen som fortsätter lagga är det bäddat för ytterligare marginalexpansion

Att omsättningen släpar efter orderingången, book-to-bill var 1.25x i kvartalet och 1.23x annualiserat, är tillfälligt och kommer rätta till sig kommande kvartal. Efterfrågan är stark och kommer fortsätta vara det, vilket är nyckeln. Då de tillfälliga faktorerna fasas ut finns det mer uppsida i marginalen - vi ser 5% 2021e och nästan 9% 2022e (2% 2020).

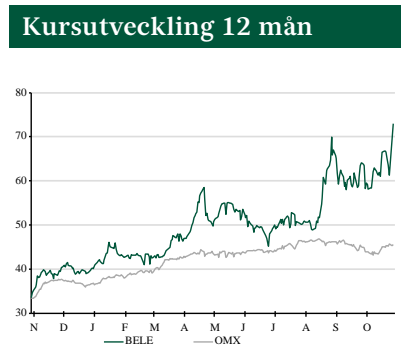
Vi höjer våra prognoser och motiverade värde

Med en snabbare marginalförbättring än väntat höjer vi 2021e EPS med 70% och med högre bas går 2022e-2023e EPS upp med 9-19%. Med högre estimat höjer vi det motiverade värdet till 81-85 kr (74-79 kr). Vi tror att fortsatt konvertering av orderboken och högre marginaler kommer att driva aktien.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)						Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	81.00 - 85.00	
EPS, just 21e	1.79	1.05	70.4%	Sales,m	1,438	1,593	1,855	2,130	Current price	SEK70.50
EPS, just 22e	3.67	3.07	19.3%	Sales Growth	(7.8)%	10.8%	16.4%	14.8%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	5.58	5.13	8.6%	EBITDA, m	164	220	319	417		
				EBIT, m	15.8	83.8	160.5	235.6		
				EPS, adj	0.35	1.79	3.67	5.58		
				EPS Growth	(84.7)%	418.0%	104.9%	52.2%		
				Equity/Share	22.4	24.2	27.8	33.3		
				Dividend	0.00	0.30	0.65	1.00		
				EBIT Marginal	1.1%	5.3%	8.7%	11.1%		
				ROE (%)	1.4%	8.4%	15.4%	19.9%		
				ROCE	2.1%	5.6%	10.2%	14.6%		
				EV/Sales	1.75x	1.58x	1.36x	1.18x		
				EV/EBITDA	15.4x	11.5x	7.9x	6.0x		
				EV/EBIT	159.5x	30.1x	15.7x	10.7x		
				P/E, adj	204.2x	39.4x	19.2x	12.6x		
				P/Equity	3.1x	2.9x	2.5x	2.1x		
				Dividend yield	0.0%	0.5%	1.1%	1.7%		
				FCF yield	9.6%	5.1%	8.5%	12.6%		
				Net Debt/EBITDA	3.1g	2.6g	1.6g	0.9g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q4 2021	2022-01-27
Delårsrapport Q1 2022	2022-04-27
Delårsrapport Q2 2022	2022-07-14

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	28.6m
Market cap	2,018
Nettoskuld	504
EV	2,523
Avg. No. of Daily Traded Sh.	13.3(k)
Reuters/Bloomberg	BELE.ST/BELE SS



Analytiker
markus.almerud@penser.se



Sammanfattning

Ytterligare marginalexpansion att vänta

Investment Case

Beijer Electronics Group ser strukturell tillväxt i flera slutmarknader inklusive tåg och spår, energi och infrastruktur och vi ser tvåsiffrig tillväxt de kommande åren. Koncernen var på väg mot sina mål – att växa omsättningen med 10% per år med en marginalpotential på 15% – samt att nå kritisk volym innan pandemin slog till.

I kölvattnet av pandemin har Beijer Group anpassat kostnaderna efter rådande efterfrågan och är nu redo för att växla upp marginalen i takt med att volymerna kommer tillbaka – bolaget är redo för nästa steg. Nu indikerar orderingången att bolaget är på väg att återigen nå kritisk massa.

Med konservativa estimat ser vi låg tvåsiffrig marginal för koncernen på medellång sikt (2025e) och ser fördubblingspotential för aktien givet tecken på att bolaget börjar uppfylla sina målsättningar. Westermo, Beijer Groups största affärsområde, är relativt stabilt och aktien är idag värderad i linje med värderingen för affärsenheten. Beijer Electronics, Beijers Groups näst största affärsenhet, är nyckeln till både att nå sina målsättningar och att lyfta aktien.

Bolags profil

Beijer Electronics Group (Beijer) är en teknikkoncern som erbjuder avancerade lösningar för säker kontrollstyrning och kommunikation i krävande miljöer. Hårdvaran som erbjudandet är byggt runt är i huvudsak Ethernetswitchar, routrar och avancerade displayer. Bolaget har huvudkontor i Malmö och har 825 anställda. Under 2020 omsatte man 1,4 mdkr.

Bolaget har tre affärsenheter, Westermo, Beijer Electronics och Korenix, och Europa står för 63% av försäljningen. Organisationen är präglad av en hög grad av decentralisering. Tåg och Spår tillsammans med Energi och Generell Tillverkning är de största kundsegmenten.

Värdering

Vi använder en blandning av värderingsmetoder för att värdera Beijer Electronics Group. För att ta hänsyn till den strukturella tillväxten framför allt på ställverksidan sätter vi våra målmultiplar på 2025e och nuvärdesberäknar sedan värdena. I vår SOTP använder vi 13–14x EBIT vilket är i linje med det historiska genomsnittet för den breda marknaden och i vår DCF använder vi en WACC på 10%. I genomsnitt når vi ett värde på 81-85 kr.

Starkaste orderingsgången någonsin bäddar för bra momentum i H2 och in i 2022

Med fortsatt bred återhämtning i alla affärsegment och i alla regioner rapporterade Beijer Group den näst starkaste orderingsgången någonsin och andra kvartalet i rad med en orderingsgång över 500 mkr. Orderboken är av hög kvalitet. Med stark efterfrågan och en bra pipeline ser vi ett fortsatt bra momentum i affären kommande kvartal.

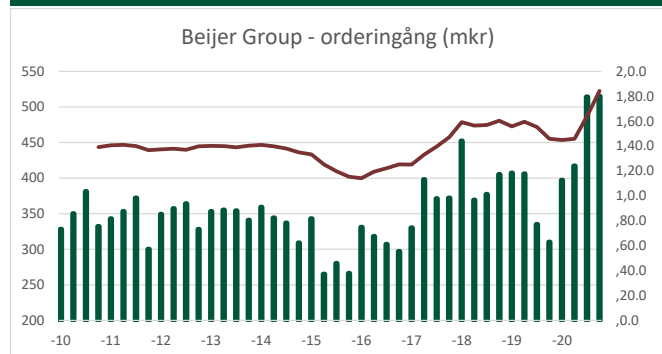
Samtidigt släpar omsättningen efter orderingsgången pga komponentbrist vilket gjorde att försäljningen var 10% lägre än den skulle varit om det funnits god tillgång till komponenter. Med släpande omsättning och stark orderingsgång/efterfrågan var orderboken fortsatt på historiskt höga nivåer och book-to-bill var 1.23x annualiserat (rullande tolv månader). Även om komponentbristen kommer att bestå på kort sikt borde vi se en gradvis återhämtning kommande kvartal. Detta bäddar för bra momentum i försäljningen framöver.

Den starka orderingsgången i Q2 lyfte försäljningen i Q3 och marginalerna expanderade från 2,5% i Q2 till 7,8% i Q3. Även om både Westermo och Beijer Electronics levererade signifikant högre marginaler är återhämtningen i Electronics mest central för koncernens återhämtning. Med accelererande momentum i försäljningen framöver tror vi att förbättringen kommer att accelerera ytterligare. Kostnadsbasen är fast och det kommer räcka med högre volymer för att lyfta resultatet. Prishöjningarna som introducerades tidigare i år kommer att hjälpa till ytterligare. Därtill räknar vi med ytterligare prishöjningar i slutet av året.

För att illustrera dynamiken kan effekten på resultatet från komponentbristens påverkan på försäljningen användas. Beijer Group har en bruttomarginal på ca 50% vilket innebär att bortfallet av ca 40 mkr i omsättning gav ett bortfall på bruttovinstnivå om ca 20 mkr, allt annat lika. De operativa kostnaderna är fasta vilket innebär att effekten på EBIT även den skulle ha varit ca 20 mkr högre. Det kan jämföras med de 32 mkr som Beijer redovisade. Det innebär att med normaliserad omsättning hade det funnits goda möjligheter att marginalen skulle ha överstigit 10%.

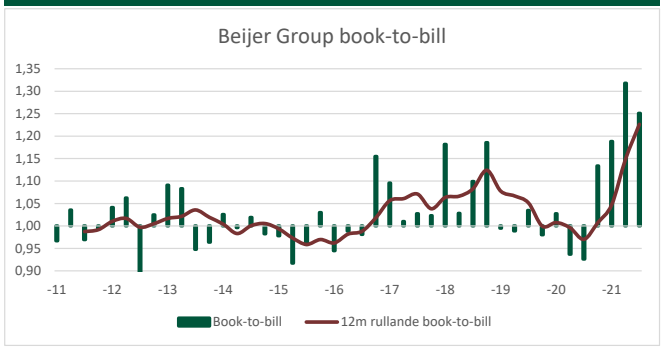
Sammanfattningsvis lär accelerationen i omsättning de kommande 2-4 kvartalen leda till en kraftig förbättring av marginalen.

Andra kvartalet i rad med en orderingsgång över 500 mkr



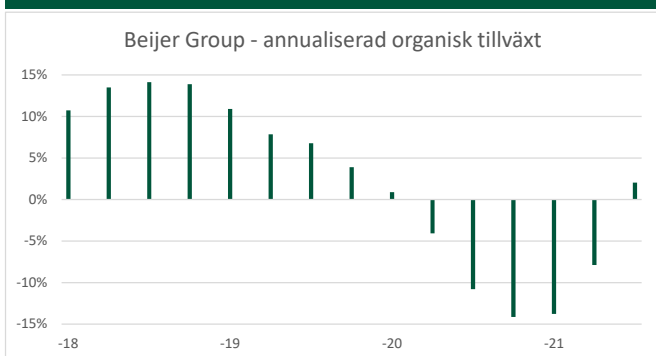
Bolaget, EPB

Annualiserad book-to-bill på över 1.2x kommer driva försäljningen



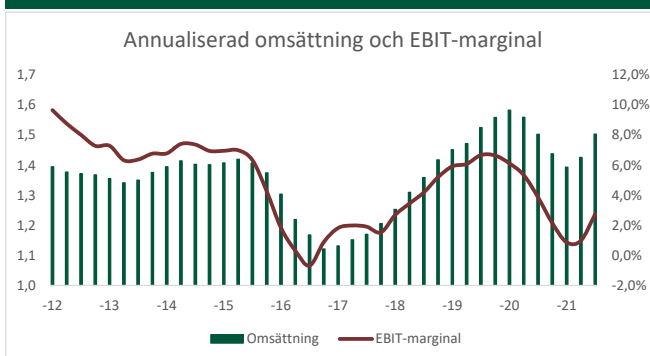
Bolaget, EPB

Annualiserad organisk tillväxt är nu positiv



Bolaget, EPB

Försäljning och marginaltrend har precis vänt upp

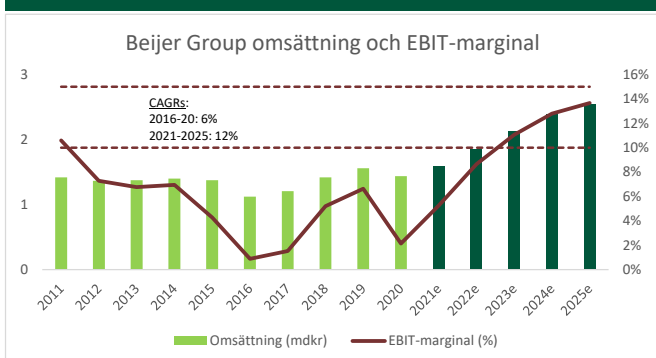


Bolaget, EPB

Betydande uppsida i aktien även med konservativa estimat

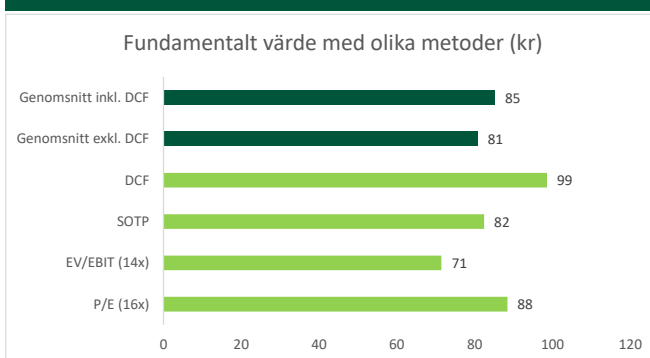
Med strukturell tillväxt i cirka 80% av affären och med stark tillväxt bland annat i energisegmentet ser vi 12% CAGR i omsättningen 2020-2025e. Detta kommer driva marginalerna och vi ser 14% marginal 2025e vilket motsvarar över 60% CAGR i EBIT de kommande fem åren.

14% marginal 2025e



Bolaget, EPB

82 kr i värde i vår SOTP



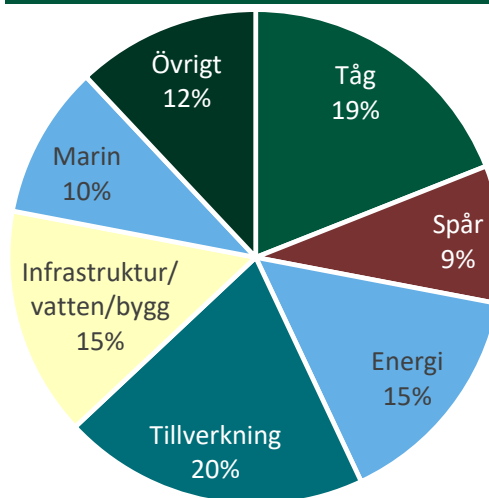
Bolaget, EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Stena	29,4%
Svolder	15,1%
Nordea Fonder	12,4%
Fjärde AP-fonden	9,5%
Cliens	3,6%
Ordförande	Bo Elisson
Verkställande direktör	Per Samuelsson
Finansdirektör	Joakim Laurén
Investerarkontakt	n.a
Hemsida	https://www.beijergroup.com

Holdings, Bolaget, EPB

Omsättning per kundsegment



Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoomsättning	1 417	1 559	1 438	1 593	1 855	2 130
Kostnad sålda varor	-706	-748	-724	-753	-814	-883
Bruttoresultat (rapporterat)	711	810	713	840	1 041	1 247
Försäljning och administration	-503	-549	-508	-562	-655	-752
Forskning och utveckling	-136	-161	-187	-208	-242	-277
Övriga rörelsekostnader	2	3	-3	14	16	18
EBIT (rapporterat)	74	103	16	84	161	236
Jämförelsestörande poster	0	0	-15	0	0	0
EBIT (justerat)	74	103	31	84	161	236
EBIT-marginal	5,2%	6,6%	2,1%	5,3%	8,7%	11,1%
Avskrivningar	-77	-124	-148	-136	-158	-182
EBITDA (rapporterat)	151	227	179	220	319	417
EBITDA (justerat)	151	227	194	220	319	417
Finansiella intäkter	2	2	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-13	-14	-22	-13	-14	-13
Resultat före skatt	63	92	-6	72	147	223
Skatter	-20	-27	0	-16	-32	-49
Minoritetsintressen	0	0	0	-4	-8	-13
Nettoresultat (rapporterat)	44	65	-6	52	106	161
Nettoresultat (justerat)	44	65	10	52	106	161

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	525	807	725	830	830	830
Övriga immateriella tillgångar	264	281	308	308	308	308
Materiella anläggningstillgångar	91	204	195	195	195	195
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	54	53	61	61	61	61
Summa anläggningstillgångar	934	1 346	1 289	1 394	1 394	1 394
Varulager	178	215	213	236	274	315
Kundfordringar	251	304	208	231	269	309
Övriga omsättningstillgångar	59	56	53	55	58	62
Likvida medel	94	122	121	130	130	130
Summa omsättningstillgångar	581	697	595	652	731	815
SUMMA TILLGÅNGAR	1 515	2 042	1 884	2 046	2 125	2 209
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	653	684	637	684	780	926
Minoritetsintressen	4	4	4	8	16	29
Summa eget kapital	657	689	641	692	796	954
Långfristiga finansiella skulder	300	486	469	549	475	348
Pensionsavsättning	131	170	168	168	168	168
Uppskjutna skatteskulder	50	56	59	59	59	59
Övriga långfristiga skulder	9	105	108	108	108	108
Summa långfristiga skulder	491	816	804	884	810	683
Kortfristiga finansiella skulder	75	223	156	156	156	156
Leverantörsskulder	111	126	106	117	136	156
Skatteskulder	7	7	8	8	8	8
Övriga kortfristiga skulder	175	181	170	188	219	251
Summa kortfristiga skulder	368	537	439	469	519	572
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 515	2 042	1 884	2 046	2 125	2 209

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoresultat (rapporterat)	44	65	-6	52	106	161
Icke kassaflödespåverkande poster	91	140	155	144	175	207
Förändringar i rörelsekapital	-26	-21	45	-18	-30	-31
Kassaflöde från den operationella verksamheten	109	183	194	178	252	338
Investeringar i anläggningstillgångar	-93	-97	-82	-91	-106	-121
Fritt kassaflöde	17	86	112	88	146	216
Förvärv och avyttringar	-1	-238	0	-105	0	0
Utdelningar	0	-14	0	-9	-19	-29
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-14	191	-101	35	-127	-188
Kassaflöde	1	25	11	9	0	0
Omräkningsdifferenser i likvida medel	4	3	-12	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	280	587	504	576	501	374

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Organisk tillväxt	14%	4%	-14%	11%	15%	15%
Omsättningstillväxt	18%	10%	-8%	11%	16%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	137%	32%	-58%	106%	75%	42%
EPS-tillväxt, justerad	-790%	48%	-85%	418%	105%	52%
Bruttomarginal	50%	52%	50%	53%	56%	59%
EBITDA-marginal (justerad)	10,6%	14,6%	12,5%	13,8%	17,2%	19,6%
EBIT-marginal (justerad)	6,3%	7,6%	3,5%	6,5%	9,7%	12,0%
Skattesats	31%	29%	-4%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
ROE, justerad	7%	10%	1%	8%	15%	20%
ROCE, justerad	7%	8%	2%	6%	10%	15%
ROIC	5%	6%	2%	5%	9%	12%
Investeringar / omsättning	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Varulager / omsättning	13%	14%	15%	15%	15%	15%
Rörelsekapital / omsättning	13%	16%	13%	13%	13%	12%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,9x	1,0x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoskuld	280	587	504	576	501	374
Soliditet	43%	34%	34%	34%	37%	43%
Nettoskuldsättningsgrad	43%	85%	79%	83%	63%	39%
Nettoskuld / EBITDA	1,9x	2,6x	2,8x	2,6x	1,6x	0,9x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EPS, rapporterad	1,52	2,27	-0,20	1,81	3,71	5,64
EPS, justerad	1,52	2,25	0,35	1,79	3,67	5,58
FCF per aktie	0,62	3,29	3,92	3,06	5,09	7,55
Utdelning per aktie	0,50	0,00	0,00	0,30	0,65	1,00
Eget kapital per aktie	23,0	24,1	22,4	24,2	27,8	33,3
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	28,6	28,9	29,0	29,0	29,0	29,0

Bolaget, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
P/E, justerat	23,8x	31,2x	117,9x	40,8x	19,9x	13,1x
P/EK	1,6x	2,9x	1,8x	3,0x	2,6x	2,2x
P/FCF	58,7x	21,3x	10,4x	23,9x	14,3x	9,7x
FCF-yield	2%	5%	10%	4%	7%	10%
Direktavkastning	1,4%	0,0%	0,0%	0,4%	0,9%	1,4%
Utdelningsandel, justerad	33%	0%	0%	17%	18%	18%
EV/Sales	0,9x	1,7x	1,2x	1,7x	1,4x	1,2x
EV/EBITDA	8,7x	11,4x	9,3x	12,1x	8,1x	5,9x
EV/EBIT, justerat	17,8x	25,1x	54,2x	31,8x	16,1x	10,5x
Aktiekurs, årets slut	36,2	70,2	40,7	73,0	73,0	73,0
EV, årets slut	1 316	2 595	1 670	2 665	2 591	2 464

Bolaget, EPB

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 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