



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Skog | Sverige | 04 Februari 2022

Bergs Timber

Full fart in i 2022

Något starkare än väntat i Q4'21

Bergs Timber rapporterade EBITDA om 106 mkr i Q4'21, upp från 78 mkr i Q4'20, strax över vår prognos 100 mkr. Avslutningen på året blev som väntat något mer avvaktande i relation till de exceptionellt starka kvartalen Q2-Q3'21. Som väntat var lägre priser, tillgång på insatsvaror samt logistiksvårigheter alla faktorer som påverkade Q4'21. Utdelningen höjs till 0,30 kr per aktie (0,20).

Positiva utsikter, även om indikatorerna inte vänt riktigt än

Bergs Timber ser positivt på 2022. Efterfrågan är stark och det negativa prismomentum från hösten är sannolikt till stora delar bakom oss. Byggkonjunkturen och renoveringsmarknaden väntas vara fortsatt stark, vilket driver efterfrågan för Bergs produkter. Konjunkturindikatorerna fortsatte dock nedåt i januari, men sannolikt bottnar dessa ut under senvintern/våren.

Minskad risk i aktien

Osäkerheten kring hur de lägre priserna skulle slå på lönsamheten i Q4'21 är nu bakom oss, och med indikationer kring att H1'22 blir mer stabilt så ser vi att aktien har potential att värderas upp. Ny kapacitet inom Wood Protection driftsätts och Timber Windows expanderar till Sverige under Q1'22. Motiverat värde uppgår till 7,00-7,20 kr (6,80-7,00). Förvärv till rätt multiplar kan ge ytterligare uppsida.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)				Värde och risk			
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	7.0 - 7.2	
EPS, justerad 22e	0.62	0.54	16.6%	Omsättning, mkr	3,055	3,312	3,629	4,045	Aktiekurs	SEK5.3
EPS, justerad 23e	0.76	0.59	27.8%	Tillväxt	42%	8%	10%	11%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	0.85	0.85	0.0%	EBITDA, mkr	503	353	417	464		
				EBIT, mkr	426	275	335	374		
				EPS, justerad	1.2	0.6	0.8	0.8		
				EPS tillväxt	297%	(48)%	21%	12%		
				EK/aktie	4.7	5.0	5.5	6.2		
				Utdelning/aktie	0.3	0.2	0.2	0.2		
				EBIT-marginal	13.9%	8.3%	9.2%	9.3%		
				ROE	25.8%	12.5%	13.7%	13.7%		
				ROCE	25.6%	15.4%	17.0%	17.0%		
				EV/Sales	0.7x	0.6x	0.6x	0.5x		
				EV/EBITDA	4.1x	5.8x	4.9x	4.4x		
				EV/EBIT	4.8x	7.5x	6.1x	5.5x		
				P/E, justerad	4.4x	8.5x	7.0x	6.2x		
				P/EK	1.1x	1.1x	1.0x	0.9x		
				Direktavkastning	5.5%	3.8%	3.8%	3.8%		
				FCF yield	(7.7)%	4.6%	3.8%	10.7%		
				Nettosk./EBITDA	0.4g	0.7g	0.6g	0.2g		

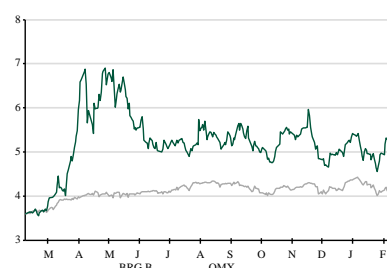
Kommande händelser

Q1 2022	5 maj
Q2 2022	25 juli
Q3 2022	27 oktober
Q4 2022	2 februari 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	347m
Börsvärde	1,831
Nettoskuld	223
EV	2,054
Free float	35%
Daglig handelsvolym, snitt	1,327(k)
Reuters/Bloomberg	BRGb.ST/BRGb.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

alexander.vilval@penser.se



Sammanfattning

Full fart in i 2022

Investment Case

Bergs kommer nu ur en period med fallande priser efter ett rekordstarkt 2021. Risken kring hur detta skulle påverka Q4'21 är nu bakom oss, och vi bedömer att aktiemarknaden kommer att se förutsättningar att värdera upp aktien. 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 stabila balansräkning ger goda möjligheter att växa genom förvärv framöver.

Bolagsprofil

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.

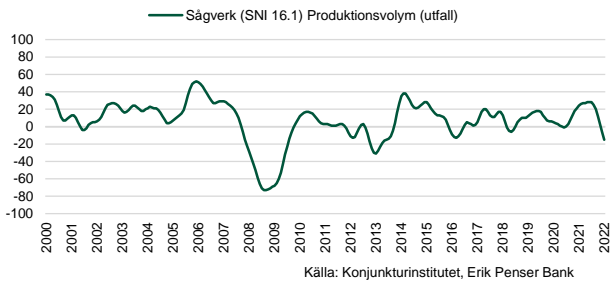
Värdering

Vi sätter värderingen av Bergs i perspektiv från flera infallsvinklar. Bolagets historik ter sig allt mindre relevant i spåren av den omstöpning som skett och det ökade fokuset på förädlade trävaror. Vår värdering baseras på vad vi bedömer som relevanta multiplar på de kommande årens vinster, samt kompletteras med en DCF-värdering. Motiverat värde uppgår till 7,00-7,20 kr (6,80-7,00). Förvärv till rätt multiplar kan ge ytterligare uppsida.

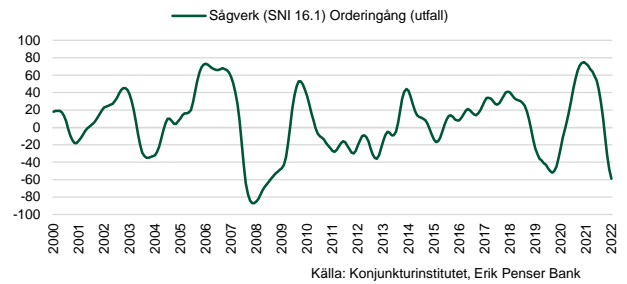
Sågverk - konjunkturbarometern, januari 2022

Produktionsvolym, ordergång och prisförväntningar sjönk under hösten avseende sågverk enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer, och trenden fortsatt även in januari 2022. Signalerna från bolagen verkar dock vara cykeln sannolikt bottenat ut med en mer stabil situation framöver. Vi bör sannolikt se detta i indikatorerna för februari/mars, vilket bör ge stöd åt Q2'22 och till viss del Q1'22.

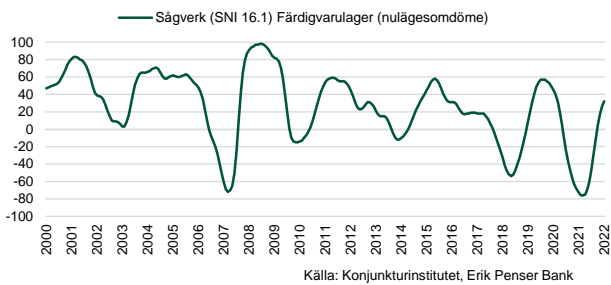
Produktionsvolym



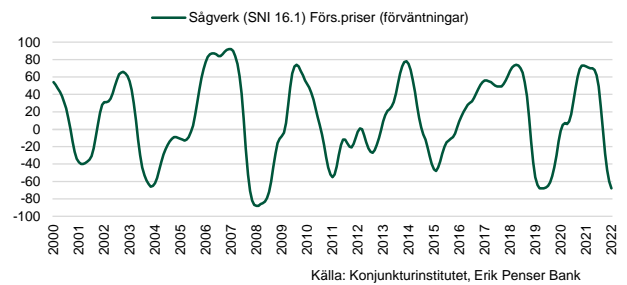
Ordergång



Färdigvarulager



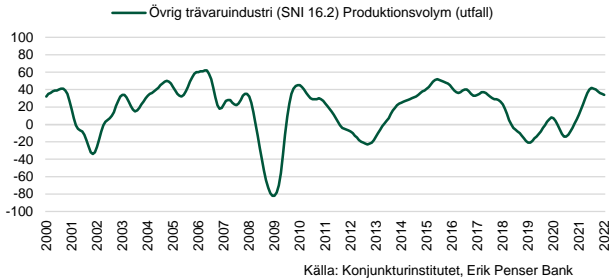
Prisförväntningar



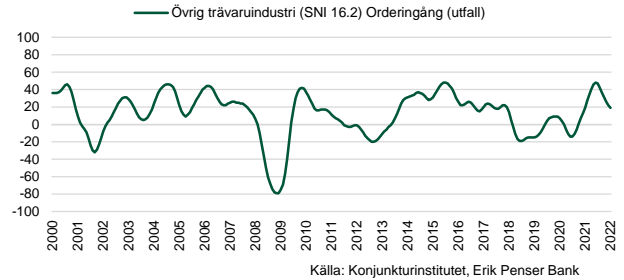
Övrig trävaruindustri - konjunkturbarometern, januari 2021

Övrig trävaruindustri ser stabilare ut. Volymer och priser har varit på nedgång, drivet av lägre insatsvaror, men sannolikt med viss lag. Situationen bör vara förhållandevis stabil framöver, och priserna kommer även att få stöd från ett vändande momentum hos sågverken. Lagren är låga, vilket speglar en stark marknadssituation.

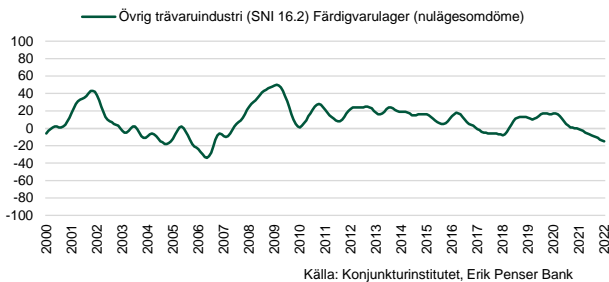
Produktionsvolym



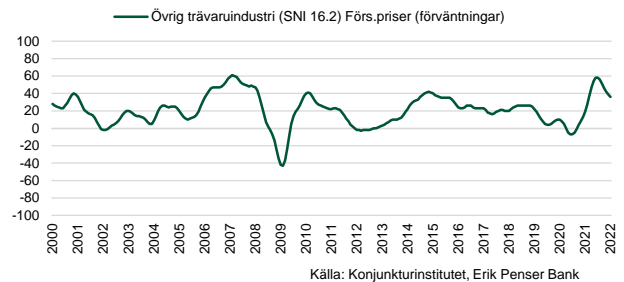
Orderingång



Färdigvarulager



Prisförväntningar



Värdering

Multipelmässigt har vi argumenterat för en rabatt på ca 20% relativt Inwido, som nu handlas till ca EV/EBITDA 8,1x 2023e. Detta ger en målmultipel för Bergs om ca 6,5x för 2023e. Motiverat värde uppgår till 7,00-7,20 kr per aktie (6,80-7,00). Vi kompletterar värderingen av Bergs med en DCF-modell, även om motiverat värde bestäms av multiplar på de närmaste årens vinster. Detta för att inte tappa cykikaliteten i synen på aktien, något som annars är lätt hänt om synen baseras på en DCF-modell. Avkastningskravet tar hänsyn till den höga cykliska risken, och speglar uppsidan i multipelvärderingen.

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	1.765		
PV of terminal value (perpetuity formula)	875		
Enterprise value	2.640		
Latest net debt	223		
Minority interests & other	0		
Equity value	2.417		
No. of shares outstanding (millions)	347		
Equity value per share (SEK)	7.0		
Implicit multipl.			
	2022	2023	2024
EV/Sales	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	7,5	6,3	5,7
EV/EBIT	9,6	7,9	7,1
EV/NORPLAT	12,1	9,9	8,9
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			5,32

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	6,6%
Extra risk premium	6,4%
Beta	1,0
Cost of equity	13,4%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	13,4%
Terminal value assumptions	
Long-term growth rate	3,0%
Long-term EBIT margin	6,8%
Depreciation (% of sales)	2,2%
Capex (% of sales)	2,2%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	12,4%	7,3	7,6	7,9	8,2	8,6
	12,9%	6,9	7,2	7,4	7,7	8,0
	13,4%	6,5	6,7	7,0	7,2	7,5
	13,9%	6,2	6,4	6,6	6,8	7,0
	14,4%	5,9	6,0	6,2	6,4	6,6
		Long-term EBIT margin				
		1,8%	4,3%	6,8%	9,3%	11,8%
WACC	12,4%	4,4	6,1	7,9	9,7	11,4
	12,9%	4,2	5,8	7,4	9,0	10,7
	13,4%	4,0	5,5	7,0	8,5	10,0
	13,9%	3,8	5,2	6,6	8,0	9,4
	14,4%	3,6	4,9	6,2	7,5	8,8

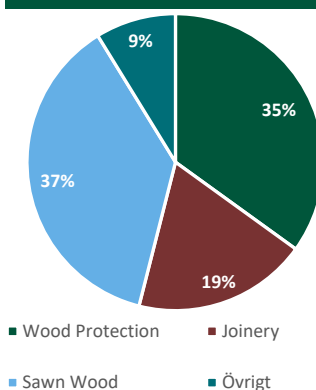
EPB

Bolagsfakta

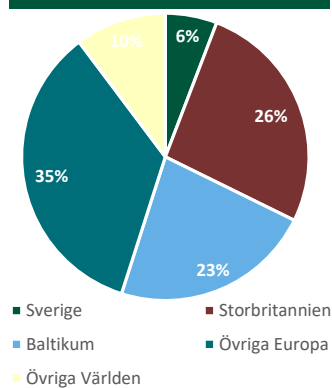
Största aktieägare	Röster	Aktier
Norvik Hf	58,7%	58,7%
Åke och Christina Bergh	3,4%	3,4%
Futur Pension	2,8%	2,8%
Carvantes Capital	2,0%	2,0%
Övriga	33,1%	33,1%
Ordförande	Michael Bertorp	
Verkställande direktör	Peter Nilsson	
Finansdirektör	Anders Marklund	
Investerarkontakt	Peter Nilsson / Anders Marklund	
Hemsida	www.bergstimmer.com	

Källa: Bolaget, Holdings.se

Sales/segment (Q4'21)



Sales/geografi (Q4'21)



Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	2 056,0	2 149,0	3 055,0	3 311,9	3 629,4	4 045,3
Råvaror och förnödenheter	-1 431,0	-1 311,0	-1 868,0	-2 085,3	-2 263,5	-2 524,0
Bruttoresultat	625,0	838,0	1 187,0	1 226,6	1 365,9	1 521,3
Förändring av produkter i arbete och färdiga varor	18,0	-30,0	65,0	-51,9	-56,4	-62,8
Övriga rörelseintäkter	42,0	5,0	19,0	51,9	56,4	62,8
Övriga externa kostnader	-298,0	-341,0	-397,0	-462,9	-502,5	-560,3
Personalkostnader	-254,0	-260,0	-371,0	-411,0	-446,1	-497,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Av- och nedskrivningar	-60,0	-75,0	-77,0	-78,1	-82,4	-89,3
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	133,0	212,0	503,0	352,7	417,3	463,5
Rörelseresultat (EBIT)	73,0	137,0	426,0	274,6	334,8	374,2
Finansnetto	-33,0	-44,0	-3,0	-2,0	-4,0	-4,0
Resultat före skatt	40,0	93,0	423,0	272,6	330,8	370,2
Skatt	3,0	12,0	-6,0	-56,2	-68,2	-76,3
Periodens resultat	43,0	105,0	417,0	216,5	262,7	294,0

EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tillgångar						
Immateriella tillgångar	193,0	187,0	329,0	329,0	329,0	329,0
Materiella anläggningstillgångar inkl nyttjanderättstillgångar	948,0	665,0	800,0	872,5	990,6	991,1
Finansiella anläggningstillgångar	3,0	1,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Uppskjutna skattefordringar	6,0	6,0	22,0	22,0	22,0	22,0
Summa anläggningstillgångar	1 150,0	859,0	1 158,0	1 230,5	1 348,6	1 349,1
Varulager	667,0	349,0	733,0	794,9	871,1	970,9
Kortfristiga fordringar	328,0	241,0	330,0	357,7	392,0	436,9
Likvida medel	86,0	242,0	94,0	75,6	77,1	204,4
Summa omsättningstillgångar	1 081,0	832,0	1 157,0	1 228,1	1 340,1	1 612,1
Summa tillgångar	2 231,0	1 691,0	2 315,0	2 458,6	2 688,7	2 961,3
Eget kapital och skulder						
Eget kapital	1 102,0	1 251,0	1 616,0	1 728,4	1 921,8	2 146,4
Summa eget kapital	1 102,0	1 251,0	1 616,0	1 728,4	1 921,8	2 146,4
Räntebärande skulder	604,0	168,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Övriga långfristiga skulder och avsättningar	2,0	5,0	7,0	7,6	8,2	8,7
Uppskjutna skatteskulder	17,0	19,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Summa långfristiga skulder	623,0	192,0	49,0	49,6	50,2	50,7
Räntebärande skulder	157,0	42,0	303,0	303,0	303,0	303,0
Ej räntebärande skulder	349,0	206,0	347,0	377,6	413,8	461,2
Summa kortfristiga skulder	506,0	248,0	650,0	680,6	716,8	764,2
Summa eget kapital och skulder	2 231,0	1 691,0	2 315,0	2 458,6	2 688,7	2 961,3

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Resultat efter finansiella poster (inkl. avvecklad verksamhet)	45,0	184,0	423,0	272,6	330,8	370,2
Justeringar	64,0	39,0	59,0	78,1	82,4	89,3
Betald skatt	0,0	0,0	-10,0	-56,2	-68,2	-76,3
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	109,0	223,0	472,0	294,6	345,1	383,3
Förändring av rörelsekapital	38,0	132,0	-407,0	-59,0	-74,3	-97,3
Kassaflöde från den löpande verksamheten	147,0	355,0	65,0	235,6	270,8	285,9
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	-131,0	-69,0	-143,0	-150,0	-200,0	-89,3
Förvärv / försäljning av verksamhet	-25,0	390,0	-73,0			
Försäljning av materiella anläggningstillgångar	11,0	6,0				
Förändring av finansiella tillgångar	8,0	0,0	-6,0			
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-137,0	327,0	-222,0	-150,0	-200,0	-89,3
Förändring av finansiella fordringar och skulder	35,0	-524,0	77,0	0,0	0,0	0,0
Utbetalad utdelning	-34,0	0,0	-69,0	-104,0	-69,3	-69,3
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	1,0	-524,0	8,0	-104,0	-69,3	-69,3
Periodens kassaflöde	11,0	158,0	-149,0	-18,4	1,5	127,3
Likvida medel vid periodens början	74,0	86,0	242,0	94,0	75,6	77,1
Kursdifferens i likvida medel	1,0	-2,0	1,0			
Likvida medel vid periodens slut	86,0	242,0	94,0	75,6	77,1	204,4

EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	5%	42%	8%	10%	11%
EBIT-tillväxt	88%	211%	-36%	22%	12%
EPS-tillväxt	144%	297%	-48%	21%	12%
Bruttomarginal	39,0%	38,9%	37,0%	37,6%	37,6%
EBITDA-marginal	9,9%	16,5%	10,7%	11,5%	11,5%
EBIT-marginal	6,4%	13,9%	8,3%	9,2%	9,3%
Skattesats	-13%	1%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	8%	26%	13%	14%	14%
ROCE	9%	26%	15%	17%	17%
Investeringar	69	143	150	200	89
Investeringar / omsättning	3%	5%	5%	6%	2%
Varulager / omsättning	16%	24%	24%	24%	24%
Kundfordringar / omsättning	11%	11%	11%	11%	11%
Leverantörsskulder / omsättning	10%	11%	11%	11%	11%
Rörelsekapital / omsättning	16%	14%	14%	15%	16%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x

Finansiell ställning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-32	221	239	238	111
Soliditet	74%	70%	70%	71%	72%
Nettoskuldsättningsgrad	-3%	14%	14%	12%	5%
Nettoskuld / EBITDA	-0,2x	0,4x	0,7x	0,6x	0,2x

Aktiedata

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	0,30	1,20	0,62	0,76	0,85
EPS, justerad	0,30	1,20	0,62	0,76	0,85
FCF per aktie	1,97	-0,42	0,25	0,20	0,57
Utdelning per aktie	0,20	0,30	0,20	0,20	0,20
Eget kapital per aktie	3,6	4,7	5,0	5,5	6,2
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	346,7	346,7	346,7	346,7	346,7

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 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