



Sammanfattning

Full fart in i 2022

Investment Case

BE Group har levererat en mycket stark resultatutveckling i spåren av stigande stålpriser och en stark efterfrågan. Bolaget rider på en stark cykel samtidigt som de satt sig i en gynnsam situation att kapitalisera på detta genom det effektiviseringsarbete bolaget genomfört de senaste åren, vilket vi tror kan leda till en högre värdering av bolaget även på sikt jämfört med historiken samt kan ge fortsatt momentum till aktien på kort sikt.

Bolagsprofil

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 byggsmidest företag, regionala byggföretag, byggmaterialhandeln, legotillverkare, stålåterförsäljare, OEM-kunder.

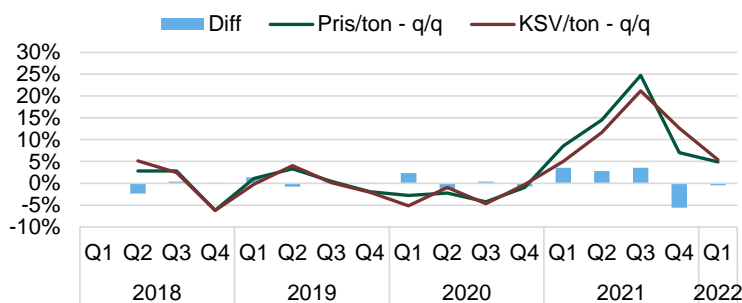
Värdering

Med ett väl hanterat 2020 som bas, och med en rekordstark utveckling 2021, som fortsätter in i 2022, tror vi att bolaget har förutsättningar att utvecklas väl även framöver, även om värderingen dock nu kommit upp till högre nivåer. Motiverat värde uppgår till 200 - 210 kr per aktie (145 - 150) motsvarar EV/Sales kring 0,40x avseende våra prognoser för 2022e och 2023e.

Fortsatt stark bruttomarginal

BE lyckades under 2021 att höga marginalerna under en period med mycket stark prisutveckling, vilket är ett styrketecken avseende affärsmodellen. I Q4'21 så kom dock marginalen tillbaka något, vilket var förväntat, och BE Group lyckades att närpå försvara den under Q1'22 med en nivå på 17,5% jämfört med 17,8% i Q4'21. Dessa är mycket höga nivåer, och vi räknar med en viss tillbakagång mot slutet av året, även om BE Group nu på ett övertygande sätt visat på att de kan kapitalisera på en stark stålmarknad.

BE Group - Bruttomarginal - In- och utpriser (kr/ton)

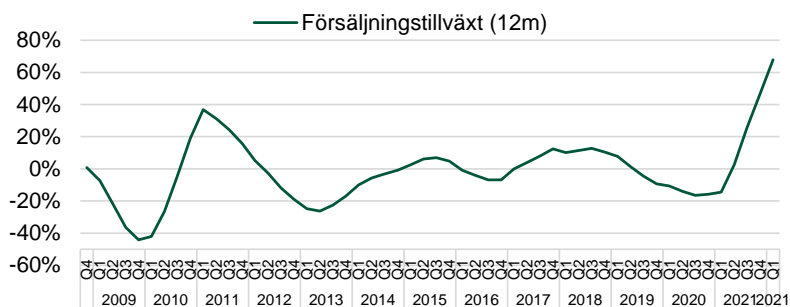


Källa: BE Group, Erik Penser Bank

Rekordhög tillväxt drivet av stigande priser

BE Group levererade en försäljningstillväxt om nära 70% för de senaste 12 månaderna, drivet av stigande priser. Det är starkare än vad som sågs efter finanskrisen 2008/2009. Efter vad som måste betraktas som en mycket stark cykel, så räknar vi med stabilare nivåer framöver.

Försäljningstillväxt - Rullande 12 månader

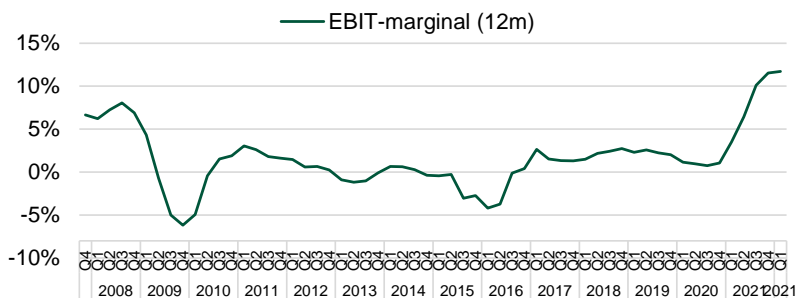


Källa: BE Group, Erik Penser Bank

Rörelsemarginalen på en ny topp-platå

På rullande 12-månaders basis så var rörelsemarginalen på 11,7% i Q1'22, strax över 11,5% för helåret 2021. Detta är en ny toppnivå som bekräftar att de åtgärder BE Group genomfört de senaste åren nu bär frukt när den starka stålmarknaden kommit. Vi tror även att detta kommer att visa sig i lägre dalarna framöver, utöver de nu uppvisade topparna. Detta borgar för en högre värdering.

Rörelsemarginal - Rullande 12 månader

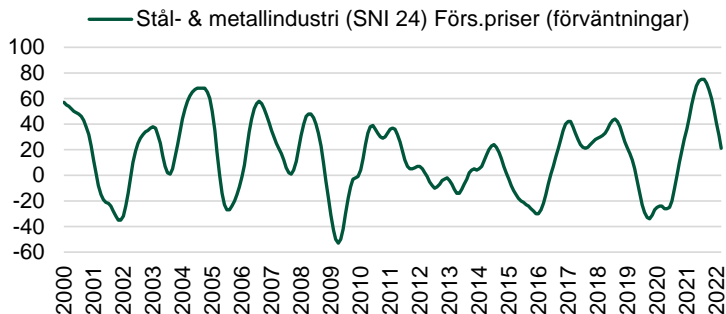


Källa: BE Group, Erik Penser Bank

Starka priser i spåren av en stark efterfrågan samt brist på material

Prisförväntningarna var fortsatt positiva i mars, även om nivån sjönk något. Ny data avseende april väntas den 28 april. BE Group förväntar sig en fortsatt resultatförstärkning in i Q2'22.

Förväntade försäljningspriser - Stål- & metallindustri

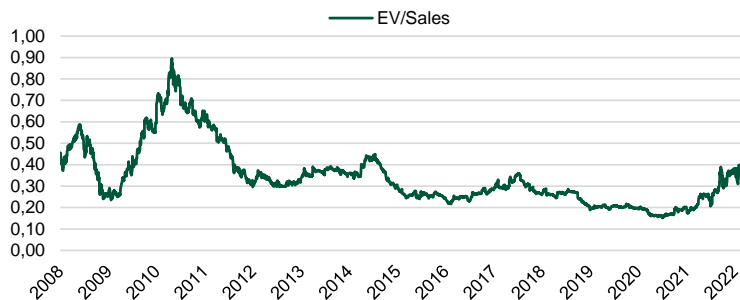


Källa: Konjunkturinstitutet, Erik Penser Bank

Allt högre förväntningar i värderingen

Kursuppgången i BE Group har drivits av den starka lönsamhetsutvecklingen, och värderingen börjar se högre ut. Vi har argumenterat för en mål-multipel på 0,35x EV/Sales, men i tidigare analyser diskuterat en eventuell höjning till 0,4x beroende på BE Groups leverans lönsamhetsmässigt under denna cykel. Bolaget har helt klart levererat väl så här långt och vi höjer nu multipeln till 0,40x EV/Sales. Detta leder oss till ett motiverat värde på 200 - 210 kr per aktie (145 - 150) baserat på 2022/2023. Potentialen för fortsatt god direktavkastning är något som även bedöms ge stöd åt aktien.

EV/Sales - Rullande 12m (trailing)



Källa: Erik Penser Bank

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			2 866
PV of terminal value (perpetuity formula)			712
Enterprise value			3 578
Latest net debt			722
Minority interests & other			0
Equity value			2 856
No. of shares outstanding (millions)			13
Equity value per share (SEK)			220

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.7	5.9	5.6
EV/EBIT	5.6	7.3	6.9
EV/NOPLAT	7.0	9.2	8.7
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			243.00

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0.4%
Risk premium	6.6%
Extra risk premium	3.0%
Beta	1.0
Cost of equity	10.0%
Cost of debt (pre-tax)	3.0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	10.0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3.0%
Long term EBIT margin	4.0%
Depreciation (% of sales)	3.0%
Capex (% of sales)	4.0%
Working cap. (% of sales)	15.8%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	9.0%	238	242	247	252	258
	9.5%	226	229	233	237	241
	10.0%	215	217	220	223	227
	10.5%	205	207	209	211	214
11.0%	195	197	199	201	203	

		Long-term EBIT margin				
		2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
WACC	9.0%	157	202	247	292	336
	9.5%	152	192	233	273	313
	10.0%	148	184	220	256	292
	10.5%	144	176	209	241	274
11.0%	140	169	199	228	258	

Källa: EPB

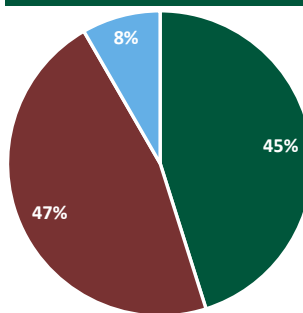
Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Traction	24,4%	24,4%
Svedulf Fastighets AB	24,4%	24,4%
Avanza Pension	5,0%	5,0%
Quilter Inter Isle of Man Ltd	4,9%	4,9%
Övriga	41,2%	41,2%

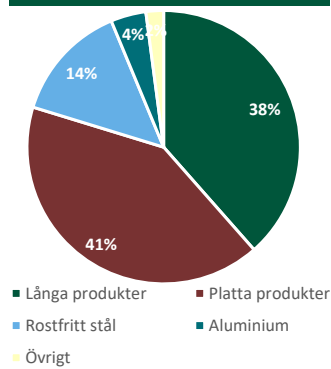
Ordförande	Jörgen Zahlin
Verkställande direktör	Peter Andersson
Finansdirektör	Christoffer Franzén
Investerarkontakt	Christoffer Franzén
Hemsida	www.begroup.com

Källa: Bolaget, holdings.se

Sales/land 12m



Sales/produkt 12m



Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4 803,0	4 359,0	3 672,0	5 388,0	7 042,7	6 783,5	6 987,0
Kostnad för sålda varor	-4 134,0	-3 754,0	-3 124,0	-4 286,0	-5 892,1	-5 767,6	-5 940,6
Bruttoresultat	669,0	605,0	548,0	1 102,0	1 150,5	1 015,9	1 046,4
Försäljningskostnader	-402,0	-389,0	-371,0	-418,0	-425,0	-430,0	-435,0
Administrationskostnader	-125,0	-128,0	-110,0	-110,0	-115,0	-117,0	-120,0
Övriga rörelseintäkter och -kostnader	-14,0	-3,0	-35,0	-18,0	-25,0	-25,0	-25,0
Andel av resultat i joint venture	4,0	3,0	7,0	65,0	54,3	47,9	49,4
Varav av/nedskrivningar	-38,0	-113,0	-115,0	-118,0	-119,0	-119,0	-119,0
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	170,0	201,0	154,0	739,0	758,8	610,8	634,8
Rörelseresultat (EBIT)	132,0	88,0	39,0	621,0	639,8	491,8	515,8
Finansnetto	-16,0	-16,0	-28,0	-17,0	-18,7	-18,2	-18,6
Resultat före skatt	116,0	72,0	11,0	604,0	621,2	473,6	497,2
Skatt	-36,0	-22,0	-7,0	-109,0	-128,0	-97,6	-102,4
Periodens resultat	80,0	50,0	4,0	495,0	493,2	376,1	394,8

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Tillgångar							
Goodwill	563,0	566,0	557,0	561,0	561,0	561,0	561,0
Övriga immateriella anläggningstillgångar	6,0	7,0	5,0	9,0	6,0	3,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	111,0	89,0	89,0	90,0	92,0	94,0	96,0
Nyttjanderättstillgångar	0,0	540,0	541,0	479,0	507,0	395,0	316,9
Andelar i joint venture	113,0	110,0	117,0	182,0	182,0	182,0	182,0
Finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skattefordran	33,0	21,0	24,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Summa anläggningstillgångar	826,0	1 333,0	1 333,0	1 326,0	1 353,0	1 240,0	1 160,9
Varulager	651,0	642,0	501,0	1 033,0	1 350,2	1 300,6	1 339,6
Kundfordringar	470,0	387,0	376,0	653,0	853,5	822,1	846,8
Övriga rörelsefordringar	63,0	57,0	42,0	39,0	51,0	49,1	50,6
Likvida medel	108,0	168,0	166,0	54,0	222,8	578,3	878,9
Summa omsättningstillgångar	1 292,0	1 254,0	1 085,0	1 779,0	2 477,6	2 750,0	3 115,9
Summa tillgångar	2 118,0	2 587,0	2 418,0	3 105,0	3 830,6	3 990,1	4 276,8
Eget kapital och skulder							
Eget kapital	892,0	922,0	905,0	1 413,0	1 750,4	1 970,7	2 209,7
Summa eget kapital	892,0	922,0	905,0	1 413,0	1 750,4	1 970,7	2 209,7
Långfristiga räntebärande skulder	543,0	536,0	321,0	287,0	287,0	287,0	287,0
Långfristiga leasingkulder	0,0	449,0	457,0	394,0	515,0	496,0	510,9
Avsättningar	0,0	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	42,0
Summa långfristiga skulder	587,0	1 029,0	820,0	723,0	844,0	825,0	839,9
Kortfristiga räntebärande skulder	5,0	6,0	1,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kortfristiga leasingkulder	0,0	92,0	84,0	87,0	87,0	87,0	87,0
Leverantörsskulder	468,0	398,0	414,0	641,0	837,9	807,0	831,2
Övriga kortfristiga skulder	145,0	139,0	162,0	229,0	299,3	288,3	297,0
Övriga kortfristiga avsättningar	21,0	1,0	32,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Summa kortfristiga skulder	639,0	636,0	693,0	969,0	1 236,2	1 194,3	1 227,2
Summa eget kapital och skulder	2 118,0	2 587,0	2 418,0	3 105,0	3 830,6	3 990,1	4 276,8

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Rörelseresultat	132,0	88,0	39,0	621,0	639,8	491,8	515,8
Justeringar	29,0	83,0	113,0	13,0	100,3	100,8	100,4
Betald inkomstskatt	-16,0	-2,0	-10,0	-67,0	-128,0	-97,6	-102,4
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	145,0	169,0	142,0	567,0	612,2	495,1	513,8
Förändring av rörelsekapital	-59,0	31,0	199,0	-535,0	-262,6	41,1	-32,3
Kassaflöde från den löpande verksamheten	86,0	200,0	341,0	32,0	349,6	536,2	481,5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2,0	0,0	0,0	-1,0			
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-32,0	-25,0	-21,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
Avyttringar av materiella anläggningstillgångar	2,0	1,0	0,0	1,0			
Övrigt kassaflöde i investeringsverksamheten	0,0	-13,0	0,0	0,0			
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-32,0	-38,0	-21,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
Kassaflöde finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-318,0	-121,0	-155,8	-155,8	-155,8
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-10,0	-104,0	-318,0	-121,0	-155,8	-155,8	-155,8
Periodens kassaflöde	44,0	58,0	2,0	-114,0	168,8	355,4	300,7
Likvida medel vid periodens början		108,0	168,0	166,0	54,0	222,8	578,3
Kursdifferens i likvida medel	3,0	2,0	-4,0	2,0			
Likvida medel vid periodens slut	108,0	168,0	166,0	54,0	222,8	578,3	878,9

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	-9%	-16%	47%	31%	-4%	3%
EBIT-tillväxt	-33%	-56%	1492%	3%	-23%	5%
EPS-tillväxt	-38%	-92%	12275%	0%	-24%	5%
Bruttomarginal	13,9%	14,9%	20,5%	16,3%	15,0%	15,0%
EBITDA-marginal	4,6%	4,2%	13,7%	10,8%	9,0%	9,1%
EBIT-marginal	2,0%	1,1%	11,5%	9,1%	7,3%	7,4%
Skattesats	31%	64%	18%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	5%	0%	35%	28%	19%	18%
ROCE	5%	2%	29%	25%	18%	17%
Investeringar	38	21	25	25	25	25
Investeringar / omsättning	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Varulager / omsättning	15%	14%	19%	19%	19%	19%
Kundfordringar / omsättning	9%	10%	12%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / omsättning	9%	11%	12%	12%	12%	12%

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	915	697	722	674	300	14
Soliditet	36%	37%	46%	46%	49%	52%
Nettoskuldsättningsgrad	73%	64%	41%	27%	11%	0%
Nettoskuld / EBITDA	4,6x	4,5x	1,0x	0,9x	0,5x	0,0x

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	3,85	0,31	38,13	37,99	28,97	30,41
EPS, justerad	3,85	0,31	38,13	37,99	28,97	30,41
FCF per aktie	14,48	24,65	0,46	25,01	39,37	35,16
Utdelning per aktie	0,00	0,00	12,00	12,00	12,00	12,00
Eget kapital per aktie	71,0	69,7	108,8	134,8	151,8	170,2
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0

Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	9,6x	122,0x	3,5x	6,4x	8,4x	8,0x
P/EK	0,5x	0,5x	1,2x	1,8x	1,6x	1,4x
P/FCF	2,6x	1,5x	286,7x	9,7x	6,2x	6,9x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	9,1%	4,9%	4,9%	4,9%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	31%	32%	41%	39%
EV/Sales	0,3x	0,3x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
EV/EBITDA	6,9x	7,7x	3,3x	5,0x	5,7x	5,0x
EV/EBIT, justerat	15,9x	30,4x	3,9x	6,0x	7,0x	6,1x
Aktiekurs, årets slut	37,0	37,6	132,5	243,0	243,0	243,0
EV, årets slut	1 395	1 185	2 442	3 829	3 455	3 169

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