





## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Skog | Sverige | 26 Juli 2022

# Sammanfattning

## Starkt resultat trots ökad osäkerhet

### Investment Case

Utsikterna för Bergs är fortsatt goda även om osäkerheten för andra halvåret 2022 har ökat givet en turbulent omvärld. Momentum för Wood Protection har avstannat och högre råvarupriser och en vikande gör-det-själv marknad pressar marginalerna medans det professionella segmentet åtnjuter normal orderingång. Efterfrågan på fönster och dörrar, Joinery, är fortsatt god vilket återspeglas i en god orderingång och priskompensation för högre råmaterialkostnader. Pelletsverksamheten har återhämtat sig kraftigt under först halvåret och prismomentum är starkt pådrivet av högre energipriser. 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 starka 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, Polen 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.

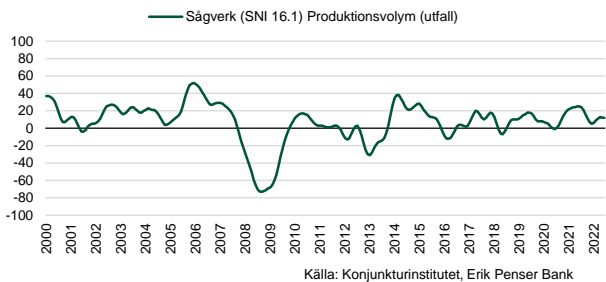
### Värdering

Bolagets historik ter sig allt mindre relevant i spåren av Bergs ökade fokus på förädlade trävaror. Vår värdering baseras på en DCF-modell och det motiverade värdet uppgår till 78-79 kr per aktie. Förvärv till rätt multiplar kan potentiellt innebära ytterligare uppsida på sikt och vara en katalysator för aktien.

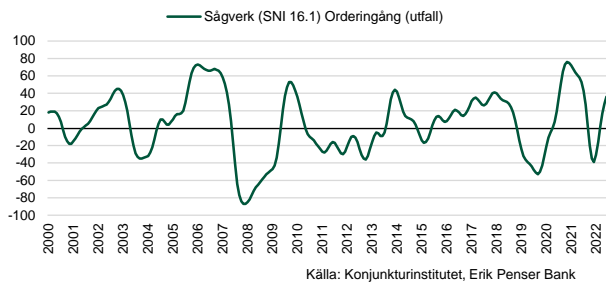
## Sågverk - konjunkturbarometern, juni 2022

Produktionsvolymerna inom sågverk fortsätter att vara förhållandevis stabila. Färdigvarulagren har ökat men ligger på hälsosamma nivåer inför ett säsongsmässigt starkare sommarhalvår. Orderingången har återhämtat sig och momentum är starkt men försäljningspriser är fortfarande i negativt territorium och ändrad riktning vilket ökar risken för sjunkande priser. Bergs bekräftar prispressen i kvartalsrapporten men säger samtidigt att de negativa effekterna delvis kan kompenseras av reducerade råvarupriser och ökade priser för flis och sågspån.

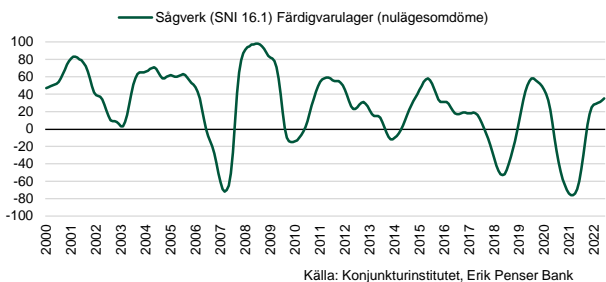
### Produktionsvolym



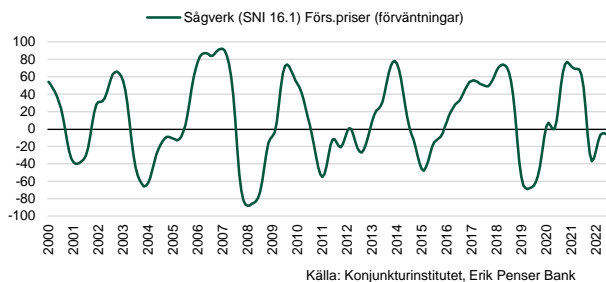
### Orderingång



### Färdigvarulager



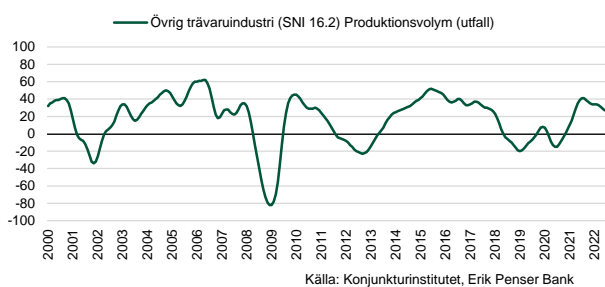
### Prisförväntningar



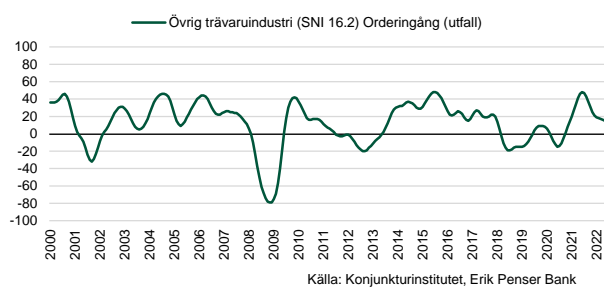
## Övrig trävaruindustri - konjunkturbarometern, juni 2022

Övrig trävaruindustri ser relativt stark ut trots en tuff omvärld. Volymer och ordergång är fortfarande i positivt territorium och färdigvarulagren på låga nivåer, något som speglas i en stark förväntad prisbild. Detta bekräftar även Bergs som ser en fortsatt bra ordergång för professionellt byggande men en nedgång i gör-det-själv marknaden. Efterfrågan är fortsatt god för fönster och dörrar och ordergången ligger kvar på en bra nivå.

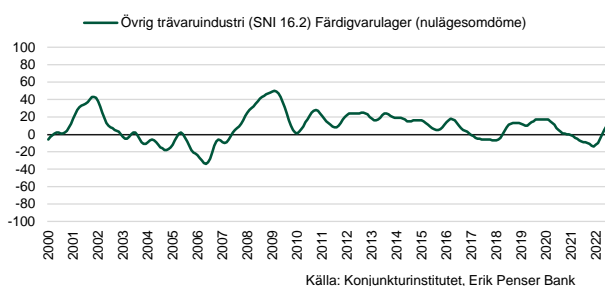
### Produktionsvolym



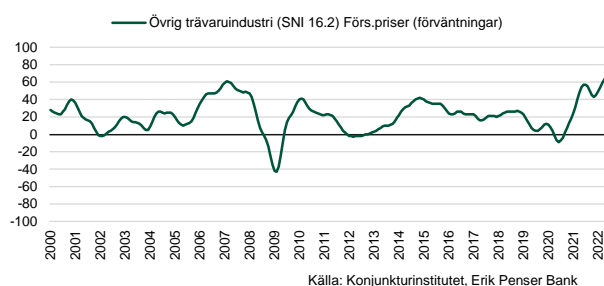
### Ordergång



### Färdigvarulager



### Prisförväntningar



## Värdering

Motiverat värde bestäms i vår DCF-modell, vilken efter oförändrade prognoser i spåren av Q2'22-rapporten uppgår till ca 79 kr per aktie. Avkastningskravet tar hänsyn till den höga cykliska risken, vilken fortfarande är viktig vad gäller ett bolag som Bergs. På sikt, och i takt med att den cykliska risken i bolaget successivt minskar, med en ökad andel förädlade trävaror i försäljningsmixen, så ser vi dock möjligheter till att sänka avkastningskravet.

## DCF-sammanfattning

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			2 117
PV of terminal value (perpetuity formula)			914
<b>Enterprise value</b>			<b>3 031</b>
Latest net debt			278
Minority interests & other			0
<b>Equity value</b>			<b>2 753</b>
No. of shares outstanding (millions)			35
<b>Equity value per share (SEK)</b>			<b>79</b>
Implicit multipl.			
EV/Sales	2022	2023	2024
	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,9	6,9	6,2
EV/EBIT	10,1	8,6	7,8
EV/NOPLAT	12,8	10,8	9,8
Current Share price			46,3

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	5,0%
Beta	1,0
Cost of equity	13,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	13,0%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	7,0%
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				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	12,0%	83	86	89	92	96
	12,5%	79	81	84	87	90
	13,0%	75	77	<b>79</b>	82	85
	13,5%	71	73	75	78	80
	14,0%	68	70	72	74	76
		Long-term EBIT margin				
		2,0%	4,5%	7,0%	9,5%	12,0%
WACC	12,0%	52	70	89	107	126
	12,5%	50	67	84	101	118
	13,0%	48	64	<b>79</b>	95	111
	13,5%	46	61	75	90	105
	14,0%	44	58	72	85	99

Källa: EPB

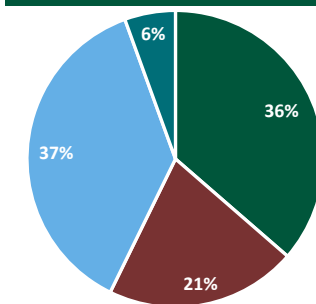
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Norvik Hf	58,7%	58,7%
Åke och Christina Bergh	3,4%	3,4%
Futur Pension	2,7%	2,7%
Carvantes Capital	2,3%	2,3%
Övriga	32,9%	32,9%

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

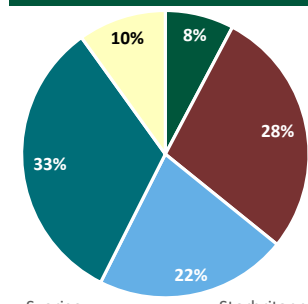
Källa: Bolaget, Holdings.se

## Sales/segment (Q2'22)



■ Wood Protection ■ Joinery  
■ Sawn Wood ■ Övrigt

## Sales/geografi (Q2'22)



■ Sverige ■ Storbritannien  
■ Baltikum ■ Övriga Europa  
■ Övriga Världen

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	2 056	2 149	3 055	3 602	3 895	4 312
Råvaror och förnödenheter	-1 431	-1 311	-1 868	-2 289	-2 462	-2 727
<b>Bruttoresultat</b>	<b>625</b>	<b>838</b>	<b>1 187</b>	<b>1 313</b>	<b>1 433</b>	<b>1 585</b>
Förändring av produkter i arbete och färdiga varor	18	-30	65	52	83	91
Övriga rörelseintäkter	42	5	19	11	12	14
Övriga externa kostnader	-298	-341	-397	-585	-644	-714
Personalkostnader	-254	-260	-371	-407	-442	-490
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
Av- och nedskrivningar	-60	-75	-77	-85	-90	-97
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>133</b>	<b>212</b>	<b>503</b>	<b>384</b>	<b>442</b>	<b>487</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>73</b>	<b>137</b>	<b>426</b>	<b>299</b>	<b>352</b>	<b>390</b>
Finansnetto	-33	-44	-3	-1	-8	-8
<b>Resultat före skatt</b>	<b>40</b>	<b>93</b>	<b>423</b>	<b>298</b>	<b>344</b>	<b>382</b>
Skatt	3	12	-6	-3	-17	-19
<b>Periodens resultat</b>	<b>43</b>	<b>105</b>	<b>417</b>	<b>295</b>	<b>327</b>	<b>363</b>

Källa: Bergs, EPB

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Tillgångar</b>						
Immateriella tillgångar	193	187	329	374	374	374
Materiella anläggningstillgångar inkl nyttjanderättstillgångar	948	665	800	806	807	800
Finansiella anläggningstillgångar	3	1	7	7	7	7
Uppskjutna skattefordringar	6	6	22	22	22	22
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 150</b>	<b>859</b>	<b>1 158</b>	<b>1 209</b>	<b>1 210</b>	<b>1 203</b>
Varulager	667	349	733	821	888	983
Kortfristiga fordringar	328	241	330	396	428	474
Likvida medel	86	242	94	338	512	702
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 081</b>	<b>832</b>	<b>1 157</b>	<b>1 555</b>	<b>1 829</b>	<b>2 160</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>2 231</b>	<b>1 691</b>	<b>2 315</b>	<b>2 764</b>	<b>3 038</b>	<b>3 363</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>						
Eget kapital	1 102	1 251	1 616	1 807	2 048	2 324
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 102</b>	<b>1 251</b>	<b>1 616</b>	<b>1 807</b>	<b>2 048</b>	<b>2 324</b>
Räntebärande skulder	604	168	12	206	206	206
Övriga långfristiga skulder och avsättningar	2	5	7	8	8	8
Uppskjutna skatteskulder	17	19	30	30	30	30
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>623</b>	<b>192</b>	<b>49</b>	<b>244</b>	<b>244</b>	<b>244</b>
Räntebärande skulder	157	42	303	303	303	303
Ej räntebärande skulder	349	206	347	411	444	492
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>506</b>	<b>248</b>	<b>650</b>	<b>714</b>	<b>747</b>	<b>795</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>2 231</b>	<b>1 691</b>	<b>2 315</b>	<b>2 764</b>	<b>3 038</b>	<b>3 363</b>

Källa: Bergs, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Resultat efter finansiella poster (inkl. avvecklad verksamhet)	45	184	423	298	344	382
Justeringar	64	39	59	85	90	97
Betalad skatt	0	0	-10	-3	-17	-19
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>109</b>	<b>223</b>	<b>472</b>	<b>380</b>	<b>417</b>	<b>460</b>
Förändring av rörelsekapital	38	132	-407	-91	-66	-93
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>147</b>	<b>355</b>	<b>65</b>	<b>289</b>	<b>351</b>	<b>367</b>
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	-131	-69	-143	-90	-90	-90
Förvärv / försäljning av verksamhet	-25	390	-73	-45		
Försäljning av materiella anläggningstillgångar	11	6				
Förändring av finansiella tillgångar	8	0	-6			
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-137</b>	<b>327</b>	<b>-222</b>	<b>-135</b>	<b>-90</b>	<b>-90</b>
Förändring av finansiella fordringar och skulder	35	-524	77	194	0	0
Utbetalad utdelning	-34	0	-69	-104	-87	-87
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>1</b>	<b>-524</b>	<b>8</b>	<b>90</b>	<b>-87</b>	<b>-87</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>11</b>	<b>158</b>	<b>-149</b>	<b>244</b>	<b>174</b>	<b>190</b>
Likvida medel vid periodens början	74	86	242	94	338	512
Kursdifferens i likvida medel	1	-2	1			
Likvida medel vid periodens slut	86	242	94	338	512	702

Källa: Bergs, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	5%	42%	18%	8%	11%
EBIT-tillväxt	88%	211%	-30%	18%	11%
EPS-tillväxt	144%	297%	-29%	11%	11%
Bruttomarginal	39,0%	38,9%	36,5%	36,8%	36,8%
EBITDA-marginal	9,9%	16,5%	10,7%	11,3%	11,3%
EBIT-marginal	6,4%	13,9%	8,3%	9,0%	9,1%
Skattesats	-13%	1%	1%	5%	5%

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	8%	26%	16%	16%	16%
ROCE	9%	26%	15%	15%	15%
Investeringar	69	143	90	90	90
Investeringar / omsättning	3%	5%	2%	2%	2%
Varulager / omsättning	16%	24%	23%	23%	23%
Kundfordringar / omsättning	11%	11%	11%	11%	11%
Leverantörsskulder / omsättning	10%	11%	11%	11%	11%
Rörelsekapital / omsättning	16%	14%	14%	15%	15%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,5x	1,4x	1,3x	1,3x

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-32	221	171	-3	-193
Soliditet	74%	70%	65%	67%	69%
Nettoskulsättningsgrad	-3%	14%	9%	0%	-8%
Nettoskuld / EBITDA	-0,2x	0,4x	0,4x	0,0x	-0,4x

## Aktiedata

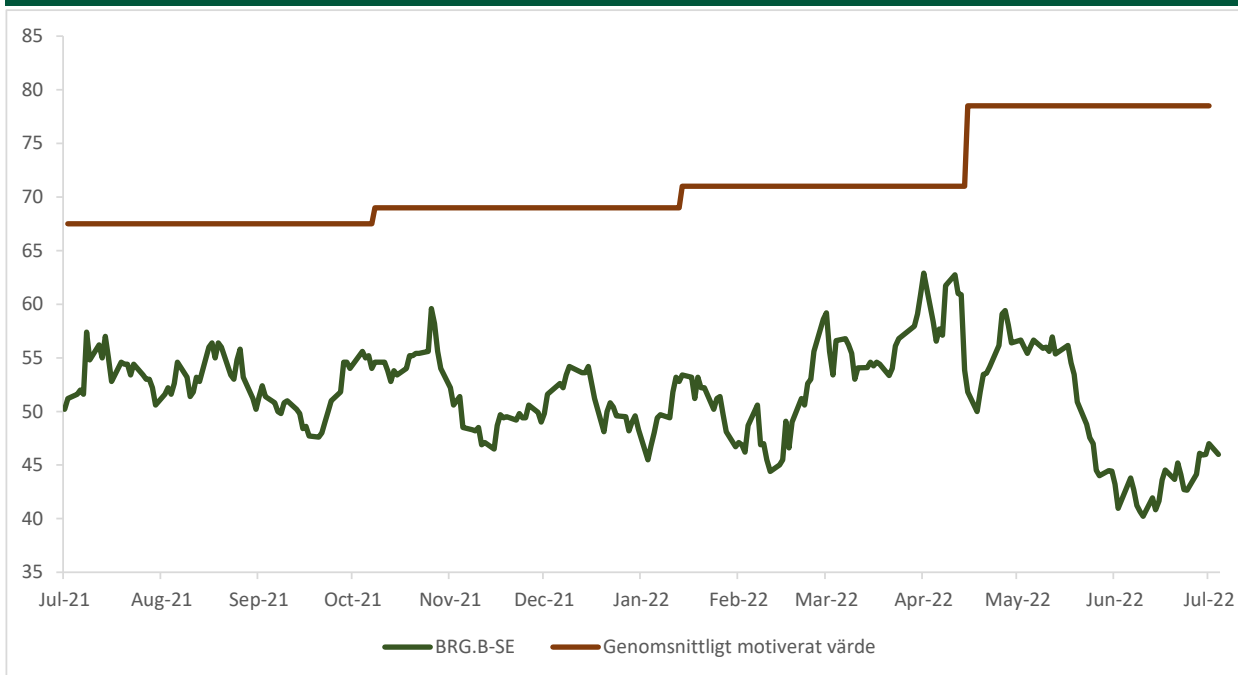
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	3,0	12,0	8,5	9,4	10,5
EPS, justerad	3,0	12,0	8,5	9,4	10,5
FCF per aktie	19,7	-4,2	4,4	7,5	8,0
Utdelning per aktie	2,0	3,0	2,5	2,5	2,5
Eget kapital per aktie	36,1	46,6	52,1	59,1	67,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7

## Värdering

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	10,1x	4,5x	5,4x	4,9x	4,4x
P/EK	0,9x	1,2x	0,9x	0,8x	0,7x
P/FCF	1,6x	neg	10,4x	6,2x	5,8x
Direktavkastning	6,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%
Utdelningsandel, justerat	66%	25%	29%	26%	24%
EV/Sales	0,5x	0,7x	0,5x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA	4,9x	4,2x	4,6x	3,6x	2,9x
EV/EBIT, justerat	7,5x	4,9x	5,9x	4,5x	3,6x
Aktiekurs, årets slut	30,7	54,2	46,3	46,3	46,3
EV, årets slut	1 032	2 100	1 777	1 602	1 412

Källa: Bergs, EPB

## Aktiekurs och motiverat värde



Källa: FactSet, 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](http://www.penser.se)