This report was completed and disseminated 11 oktober 2022: 10:49 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Stål & Metall | Sverige | 11 oktober 2022

BE Group

Uppdatering Q3'22

Förannonserade Q3'22 försäljning och EBIT

BE Group förannonserade den 10 oktober 2022 preliminära siffor för Q3'22 med en underliggande EBIT på 67 mkr (193 mkr) och en EBIT på 40 mkr (219 mkr), inklusive lagerförändringar. Samtidigt väntas försäljningen ha ökat från 1 375 mkr till 1 514 mkr. Bolaget hänvisar till minskade volymer och höga kostnader för inkommande material. Sammantaget ger detta en bild av stark marginalpress, där stålpriser är på fortsatt höga nivåer trots en avmattning i volymer. Bolaget är även tydliga med att trenderna ser ut att fortsätta in i Q4'22.

Lägre estimat för 22e och 23e men högre för 24e

Vi sänker våra EBITDA-estimat för 2022 och 2023 med 26% respektive 23% samtidigt som vi höjer våra 2024 estimat med 26%. Vi förväntar oss nu en skarpare cyklisk nedgång under andra halvåret 2022 och 2023 än tidigare, där lägre priser på inkommande material ligger efter cykeln för utpriser och volymer. Detta bör dock normaliseras under 2024 då vi förväntar oss högre utpriser och volymer samtidigt som priser för inkommande material utvecklas mer beskedligt.

Lägre motiverat värde på grund av lägre förväntade EV/S multiplar

Vi sänker vårt motiverade värde till 137-142 (175-180) per aktie. Vi anser att marknaden kommer att åsätta aktien en lägre multipel än tidigare på grund av den marginalpress som bolaget upplever, i kombination med att vi nu förväntar oss en tydlig cyklisk avmattning under 23e vilket ger en totalt sett sämre visibilitet. Vi använder nu en EV/S multipel på 0,35 (0,4), som kombinerat med en lägre omsättningsprognos sänker vårt motiverade värde. Vi bedömer dock att bolaget kommer att bibehålla sin utdelning på 12 kr per aktie över alla 3 prognosåren.

Estimatändring (kr)

	22e	Δ%	23e	Δ%
Totala intäkter	7 047	-1,2	6 454	-2,3
EBITDA, just.	699	-26,4	510	-23,4
EPS, just.	34,9	-30,9	23,2	-29,4

Kommande händelser

Q3 - rapport	19 oktober 2022

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	13
Börsvärde	898
Nettoskuld	723
EV	1 621
Free float	49%
Daglig handelsvolym, snitt	47(k)

Analytiker

Orjan Roden
orjan.roden@penser.se

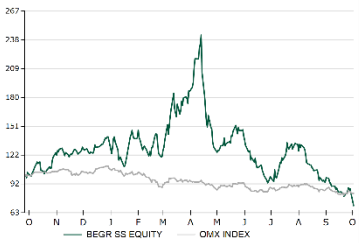
Prognos (mkr)

	21	22e	23e	24e
Totala intäkter	5 388	7 047	6 454	7 253
Intäktstillväxt	47%	31%	N.m.	12%
EBITDA, just.	739	699	510	588
EBIT, just.	621	580	391	469
EPS, just.	38,7	34,9	23,2	28,0
EPS-tillväxt	11834%	N.m.	N.m.	21%
EK/aktie	110,4x	133,3x	144,3x	160,0x
Utdelning per aktie	12,0	12,0	12,0	12,0
EBIT-marginal	11,5%	8,2%	6,1%	6,5%
ROE, just.	42,7%	28,6%	16,7%	18,4%
ROCE, just.	7,8%	6,1%	3,7%	4,1%
EV/Sales	0,4x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/EBITDA	3,3x	2,3x	2,8x	1,9x
EV/EBIT	3,9x	2,8x	3,7x	2,4x
P/E, just.	3,4x	2,0x	3,0x	2,5x
P/EK	1,2x	0,5x	0,5x	0,4x
Direktavkastning	9,1%	17,1%	17,1%	17,1%
FCF yield	0%	31%	34%	58%
Nettoskuld/EBITDA	1,0x	1,0x	1,0x	0,4x

Värde och risk

Motiverat värde	137,0 - 142,0 kr
Aktiekurs	70,3 kr
Risknivå	Medel

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

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 byggsmidesföretag, 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. Motiverat värde uppgår till 137 - 142 kr per aktie (175 - 180), vilket motsvarar EV/Sales 0,35x avseende våra prognoser för 2022e.

Vårt DCF värde som bygger på en uthållig rörelsemarginal på 4%, en långsiktig tillväxt på 3% och en WACC på 12% ger ett värde per aktie på 204 kr per aktie

Värderingstabeller och historiskt motiverat värde

Känslighetsanalys multipelvärdering

EV/S	Försäljning 6 047	6 547	7 047	7 547	8 047
0,25	67	76	86	96	105
0,30	90	102	113	125	136
0,35	113	127	**140**	154	167
0,40	137	152	168	183	198
0,45	160	177	195	212	229

Källa:EPB

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	2 681
PV of terminal value (perpetuity formula)	754
Enterprise value	**3 435**
Latest net debt	784
Minority interests & other	0
Equity value	**2 651**
No. of shares outstanding (millions)	13
Equity value per share (SEK)	**204**

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,3	6,7	5,8
EV/EBIT	5,1	8,8	7,3
EV/NOPLAT	6,4	11,1	9,2
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			83,00

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	2,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	12,0%

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)	15,6%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis

WACC	Long-term growth rate 2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
11,0%	222	225	228	231	234
11,5%	211	213	215	218	221
12,0%	200	202	**204**	206	209
12,5%	191	193	194	196	198
13,0%	183	184	185	186	188

WACC	Long-term EBIT margin 2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
11,0%	130	179	228	276	325
11,5%	126	171	215	260	304
12,0%	122	163	**204**	245	286
12,5%	119	157	194	232	269
13,0%	116	150	185	220	254

Källa: BE Group, EPB

Historiskt motiverat värde och aktiekurs

Källa:EPB, Factset

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	**4 803**	**4 359**	**3 672**	**5 388**	**7 047**	**6 454**	**7 253**
Totala intäkter	**4 803**	**4 359**	**3 672**	**5 388**	**7 047**	**6 454**	**7 253**
Kostnad sålda varor	-4 134	-3 754	-3 124	-4 286	-5 820	-5 484	-6 189
Bruttovinst	**669**	**605**	**548**	**1 102**	**1 227**	**970**	**1 064**
Övriga rörelsekostnader	-14	-3	-35	-18	-125	-25	-25
EBITDA, justerad	**170**	**201**	**154**	**739**	**699**	**510**	**588**
Avskrivningar	-38	-113	-115	-118	-119	-119	-119
EBIT, justerad	**132**	**88**	**39**	**621**	**580**	**391**	**469**
EBIT	**132**	**88**	**39**	**621**	**580**	**391**	**469**
Finansiella poster	-16	-16	-28	-17	-19	-18	-19
Resultat före skatt	**116**	**72**	**11**	**604**	**561**	**373**	**450**
Skatter	-36	-22	-7	-109	-116	-77	-93
Nettoresultat, justerad	**80**	**50**	**4**	**495**	**445**	**296**	**357**
Nettoresultat	**80**	**50**	**4**	**495**	**445**	**296**	**357**

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	132	88	39	621	580	391	469
Övriga kassaflödespåverkande poster	-9	-30	-2	-105	-19	-18	-19
Förändringar i rörelsekapital	-59	31	199	-535	-263	-88	68
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**86**	**200**	**341**	**32**	**301**	**327**	**545**
Investeringar	-32	-25	-21	-25	-25	-25	-25
Avyttringar	2	1	0	1	0	0	0
Övriga poster	0	-13	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	**52**	**162**	**320**	**6**	**276**	**302**	**520**
Utdelningar	-	-23	0	0	-156	-156	-156
Förändringar av lån	-10	-81	-318	-121	0	0	0
Kassaflöde	**44**	**59**	**2**	**-114**	**120**	**146**	**364**
Nettoskuld	**440**	**915**	**697**	**722**	**723**	**533**	**228**

Källa: EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	563	566	557	561	561	561	561
Övriga immateriella tillgångar	6	7	5	9	6	3	0
Materiella anläggningstillgångar	111	89	89	90	92	94	96
Övriga anläggningstillgångar	33	21	24	5	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	**826**	**1 333**	**1 333**	**1 326**	**1 353**	**1 216**	**1 180**
Varulager	651	642	501	1 033	1 351	1 420	1 378
Kundfordringar	470	387	376	653	854	782	879
Övriga omsättningstillgångar	63	57	42	39	51	47	53
Likvida medel och kortfristiga placeringar	108	168	166	54	174	321	684
Summa omsättningstillgångar	**1 292**	**1 254**	**1 085**	**1 779**	**2 431**	**2 569**	**2 994**
SUMMA TILLGÅNGAR	**2 118**	**2 587**	**2 418**	**3 105**	**3 784**	**3 785**	**4 174**
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	892	922	905	1 413	1 703	1 843	2 045
Summa eget kapital	**892**	**922**	**905**	**1 413**	**1 703**	**1 843**	**2 045**
Långfristiga räntebärande skulder	543	536	321	287	287	287	287
Summa långfristiga skulder	**587**	**1 029**	**820**	**723**	**844**	**801**	**859**
Kortfristiga räntebärande skulder	5	6	1	8	8	8	8
Leverantörsskulder	468	398	414	641	838	768	863
Övriga kortfristiga skulder	145	139	162	229	300	274	308
Summa kortfristiga skulder	**639**	**636**	**693**	**969**	**1 237**	**1 141**	**1 270**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**2 118**	**2 587**	**2 418**	**3 105**	**3 784**	**3 785**	**4 174**

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	N.m.	N.m.	47%	31%	N.m.	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	18%	N.m.	380%	N.m.	N.m.	15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	1492%	N.m.	N.m.	20%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	11834%	N.m.	N.m.	21%
Bruttomarginal	13,9%	13,9%	14,9%	20,5%	17,4%	15,0%	14,7%
EBITDA-marginal	3,5%	4,6%	4,2%	13,7%	9,9%	7,9%	8,1%
EBITDA-marginal, justerad	3,5%	4,6%	4,2%	13,7%	9,9%	7,9%	8,1%
EBIT-marginal	2,7%	2,0%	1,1%	11,5%	8,2%	6,1%	6,5%
EBIT-marginal, justerad	2,7%	2,0%	1,1%	11,5%	8,2%	6,1%	6,5%
Vinst-marginal, justerad	1,7%	3,9%	0,1%	9,2%	6,3%	4,6%	4,9%

Källa: EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	6%	0%	43%	29%	17%	18%
ROCE, justerad	-	1%	1%	8%	6%	4%	4%
ROIC, justerad	-	6%	2%	33%	25%	16%	20%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	14%	15%	14%	19%	19%	22%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	9%	10%	12%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	11%	11%	13%	15%	14%	14%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	128%	157%	176%	267%	234%	248%	267%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	10%	6%	14%	15%	17%	14%
Kapitalomsättningshastighet	3,3x	2,2x	2,1x	2,5x	2,7x	2,4x	2,5x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	440	915	697	722	723	533	228
Soliditet	42%	36%	37%	46%	45%	49%	49%
Nettoskuldsättningsgrad	0,5x	1,0x	0,8x	0,5x	0,4x	0,3x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,6x	4,6x	4,5x	1,0x	1,0x	1,0x	0,4x

Källa: EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	6,16	3,94	0,32	38,7	34,9	23,2	28,0
EPS, justerad	6,16	3,94	0,32	38,7	34,9	23,2	28,0
FCF per aktie	4,01	12,8	25,9	0,47	21,6	23,6	40,7
Utdelning per aktie	1,75	0,00	0,00	12,0	12,0	12,0	12,0
Eget kapital per aktie	68,7	72,7	73,3	110	133	144	160
Antal aktier vid årets slut, m	13,0	12,7	12,3	12,8	12,8	12,8	12,8
Antal aktier efter utspädning, snitt	13,0	12,7	12,3	12,8	12,8	12,8	12,8

Källa: EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	5,8x	9,1x	116,1x	3,4x	2,0x	3,0x	2,5x
P/EK	0,5x	0,5x	0,5x	1,2x	0,5x	0,5x	0,4x
P/FCF	9,0x	2,8x	1,5x	282,7x	3,3x	3,0x	1,7x
FCF-yield	11%	36%	69%	0%	31%	34%	58%
Direktavkastning	4,9%	0,0%	0,0%	9,1%	17,1%	17,1%	17,1%
Utdelningsandel, justerad	28,4%	0,0%	0,0%	31,0%	34,4%	51,7%	42,9%
EV/Sales	0,2x	0,3x	0,3x	0,4x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/EBITDA, justerad	5,3x	6,8x	7,5x	3,3x	2,3x	2,8x	1,9x
EV/EBIT, justerad	6,9x	15,6x	29,8x	3,9x	2,8x	3,7x	2,4x
EV	907	1 370	1 161	2 418	1 621	1 432	1 126
Aktiekurs	36,0	35,9	37,6	132,5	70,3	70,3	70,3

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan ”Publikationen”) har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan ”Banken”) i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan ”Bolaget”) verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka här.

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade ’Chinese Walls’. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt Bolaget. Klicka här för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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