

Penser Access | Skogsindustri | Sverige | 27 oktober 2022

## Bergs

## Svag trävarumarknad tynger

## Svagt Q3 resultat med positiva inslag


Nettoomsättningen föll 16% till 708 mkr (846) och EBITDA med 75% till 46 mkr (186). Den negativa effekten kom från kraftigt lägre volym och pris i Wood Protection samt lägre pris och höga råvarukostnader inom Sawn Goods. Joinery visar på styrka med högre volym och priser vilket ökade försäljningen med 32% till 207 mkr (157) och en något högre EBITDA om 19 mkr (18). Energy & Logistics ökade försäljningen med 33% till 64 mkr (48) och EBITDA var 23 mkr (-2) starkt pådrivet av högre pelletspriser i kölvattnet av högre energipriser. Kassaflödet var exceptionellt starkt i Q3 (305 mkr) till följd av kraftigt minskat rörelsekapital. Nettoskulden sjönk till 34 mkr vilket gör Bergs nästan helt skuldfritt.

## Framtidsutsikterna är osäkra

Wood Protection kommer att vara under fortsatt press de kommande två kvartalen, vilka också är säsongsmässigt svaga. Vi tror dock att besparingsåtgärder och produktionsanpassningar kommer ge stöd med en gradvis förbättrad situation under nästa vår. Prisfallen för Wood Protection och Sawn Goods ser ut att ha avstannat. Joinery har en fortsatt stark orderingång vad gäller fönster och dörrar. Pelletsmarknaden är glödhet och vi räknar med en stark lönsamhetsutveckling för Energy & Logistics under de kommande två kvartalen.

## Starka finanser, förvärvspotential, hög direktavkastning och låg värdering

Vi sänker våra estimat och justerar ner vårt motiverade värde till 59-61 kronor (78-79). Bergs har en stark balansräkning med en soliditet på 70%, en nettoskuldssättningsgrad på 0,02x och likvida medel på 310 mkr. Vi bedömer att Bergs har muskler att försätta sin förvärvsstrategi inom Wood Protection och Joinery trots tufft konjunkturläge. Samtidigt bedömer vi att Bergs har potentialen att bibehålla en utdelning på 3,0 kronor vilket indikerar en direktavkastning på 10%. Värderingen är på en rekordlåg nivå vad gäller P/EK på 0,5x, vilket är lika med en 50% rabatt på bokfört värde. Vi ser inga risker för nedskrivningar av tillgångar.

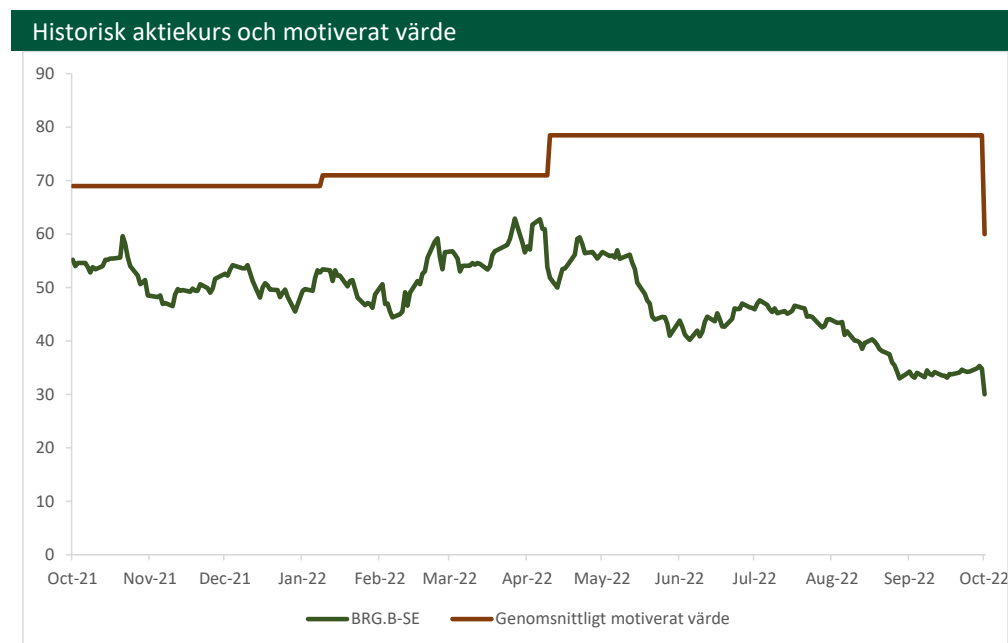
Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	59 - 61 kr
Totala intäkter	3 384	-7,7	2 972	-25,5	Totala intäkter	3 139	3 384	2 972	3 246	Aktiekurs	30,0 kr
EBIT, just.	261	-12,7	278	-21,1	Intäktstillväxt	48%	8%	N.m.	9%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	7,6	-10,8	7,4	-21,6	EBITDA, just.	503	349	361	393	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
Kommande händelser					EBIT, just.	426	261	278	304		
Q4 - rapport	02 februari 2023				EPS, just.	12,0	7,6	7,4	8,1		
Q1 - rapport	04 maj 2023				EPS-tillväxt	297%	N.m.	N.m.	10%		
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	46,6	51,2	55,6	60,7		
Antal aktier	35				Utdelning per aktie	3,0	3,0	3,0	3,0		
Börsvärde	1 040				EBIT-marginal	13,6%	7,7%	9,3%	9,4%		
Nettoskuld	-145				ROE, just.	29,1%	15,5%	13,9%	14,0%		
EV	895				EV/Sales	0,7x	0,3x	0,3x	0,2x		
Free float	35%				EV/EBITDA	4,2x	2,6x	2,3x	1,9x		
Daglig handelsvolym, snitt	30(k)				EV/EBIT	4,9x	3,4x	3,0x	2,5x		
Analytiker					P/E, just.	4,5x	4,0x	4,1x	3,7x		
Mathias Carlson					P/EK	1,2x	0,6x	0,5x	0,5x		
mathias.carlson@penser.se					Direktavkastning	5,5%	10,0%	10,0%	10,0%		
					FCF yield	-3%	48%	16%	20%		
					Nettoskuld/EBITDA	0,4x	-0,4x	-0,6x	-0,7x		
										Intressekonflikter	
										Yes	No
										Likviditetsgarant	✓
										Certified adviser	✓
										Transaktioner 12m	✓

## Värdering

Motiverat värde bestäms i vår DCF-modell, vilken efter sänkta prognoser i spåren av Q3-rapporten uppgår till cirka 60 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-värdering inklusive känslighetsanalys															
Valuation output				WACC assumptions				Sensitivity analysis							
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 517			Risk free nominal rate	2,5%			WACC	12,0%	Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)	598			Risk premium	5,5%					1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Enterprise value	2 115			Extra risk premium	5,0%					64	65	66	67	68	
Latest net debt	34			Beta	1,0					12,5%	61	62	63	64	65
Minority interests & other	0			Cost of equity	13,0%					13,0%	58	59	60	61	62
Equity value	2 081			Cost of debt (pre-tax)	3,0%					13,5%	56	57	58	58	59
No. of shares outstanding (millions)	35			Tax rate	21%					14,0%	54	55	55	56	57
Equity value per share (SEK)	60			Target debt/(debt + equity)	0%										
				WACC	13,0%										
Implicit multipl.				Terminal value assumptions				WACC	12,0%	Long-term EBIT margin					
EV/Sales	0,6	0,7	0,7	Long term growth rate	2,0%					2,0%	4,5%	7,0%	9,5%	12,0%	
EV/EBITDA	6,1	5,9	5,4	Long term EBIT margin	7,0%					39	52	66	79	92	
EV/EBIT	8,1	7,6	6,9	Depreciation (% of sales)	2,8%					12,5%	38	50	63	75	87
EV/NOPLAT	10,2	9,6	8,8	Capex (% of sales)	2,8%					13,0%	37	49	60	71	83
				Working cap. (% of sales)	23%					13,5%	36	47	58	68	79
				Tax rate	21%					14,0%	35	45	55	65	75
Current Share price	30,0														
Källa: EPB															

Källa: EPB



Källa: EPB, FactSet

## Investment case

Utsikterna för Bergs har blivit mer osäkra kortsiktigt givet en turbulent omvärld, men den underliggande långsiktiga tillväxt- och lönsamhetspotentialen kvarstår. Wood Protection påverkas negativt av fallande volymer och priser. Efterfrågan för Joinery är fortsatt god vilket återspeglas i en god orderingång och priskompensation för högre råmaterialkostnader. Pelletsverksamheten har återhämtat sig kraftigt under det första halvåret och priset har tredubblats sedan sommaren 2021. Bergs nya struktur, med fokus på förädlade träprodukter som till exempel 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 minskar risken under rådande konjunkturläge och 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 59-61 kr per aktie. Förvärv till rätt multiplar kan potentiellt innebära ytterligare uppsida på sikt och vara en katalysator för aktien.

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>2 056</b>	<b>2 149</b>	<b>3 055</b>	<b>3 352</b>	<b>2 949</b>	<b>3 220</b>
Övriga rörelseintäkter	42	5	19	19	27	30
<b>Totala intäkter</b>	<b>2 116</b>	<b>2 124</b>	<b>3 139</b>	<b>3 384</b>	<b>2 972</b>	<b>3 246</b>
Kostnad sålda varor	-1 431	-1 311	-1 868	-2 052	-1 684	-1 839
<b>Bruttovinst</b>	<b>685</b>	<b>813</b>	<b>1 271</b>	<b>1 332</b>	<b>1 289</b>	<b>1 407</b>
Övriga rörelsekostnader	-298	-341	-397	-564	-521	-569
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>133</b>	<b>212</b>	<b>503</b>	<b>349</b>	<b>361</b>	<b>393</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>73</b>	<b>137</b>	<b>426</b>	<b>261</b>	<b>278</b>	<b>304</b>
<b>EBIT</b>	<b>73</b>	<b>137</b>	<b>426</b>	<b>261</b>	<b>278</b>	<b>304</b>
Finansiella poster	-33	-44	-3	3	-8	-8
<b>Resultat före skatt</b>	<b>40</b>	<b>93</b>	<b>423</b>	<b>264</b>	<b>270</b>	<b>296</b>
Skatter	3	12	-6	-1	-13	-15
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>43</b>	<b>105</b>	<b>417</b>	<b>263</b>	<b>257</b>	<b>282</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>43</b>	<b>105</b>	<b>417</b>	<b>263</b>	<b>257</b>	<b>282</b>

Källa: EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	73	137	426	261	278	304
Förändringar i rörelsekapital	38	132	-407	247	-91	-84
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>171</b>	<b>344</b>	<b>86</b>	<b>594</b>	<b>256</b>	<b>295</b>
Investeringar	-131	-69	-143	-90	-90	-90
Avyttringar	11	6	0	0	0	0
Övriga poster	8	0	-6	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>48</b>	<b>275</b>	<b>-63</b>	<b>504</b>	<b>166</b>	<b>205</b>
Utdelningar	-34	0	-69	-104	-104	-104
Förvärv	-25	390	-73	-37	0	0
Förändringar av lån	35	-524	77	194	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>35</b>	<b>147</b>	<b>-128</b>	<b>557</b>	<b>62</b>	<b>101</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>675</b>	<b>-32</b>	<b>221</b>	<b>-145</b>	<b>-200</b>	<b>-293</b>

Källa: EPB

Balansräkning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	193	187	329	366	366	366
Materiella anläggningstillgångar	948	665	800	803	810	812
Finansiella anläggningstillgångar	3	1	7	7	7	7
Övriga anläggningstillgångar	6	6	22	22	22	22
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 150</b>	<b>859</b>	<b>1 158</b>	<b>1 198</b>	<b>1 205</b>	<b>1 207</b>
Varulager	667	349	733	503	590	676
Övriga omsättningstillgångar	328	241	330	369	324	354
Likvida medel och kortfristiga placeringar	86	242	94	654	709	802
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 081</b>	<b>832</b>	<b>1 157</b>	<b>1 526</b>	<b>1 623</b>	<b>1 832</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>2 231</b>	<b>1 691</b>	<b>2 315</b>	<b>2 724</b>	<b>2 828</b>	<b>3 039</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	1 102	1 251	1 616	1 775	1 928	2 105
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 102</b>	<b>1 251</b>	<b>1 616</b>	<b>1 775</b>	<b>1 928</b>	<b>2 105</b>
Långfristiga räntebärande skulder	604	168	12	206	206	206
Övriga långfristiga skulder	2	5	7	7	8	8
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>623</b>	<b>192</b>	<b>49</b>	<b>243</b>	<b>244</b>	<b>244</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	157	42	303	303	303	303
Övriga kortfristiga skulder	349	206	347	402	354	386
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>506</b>	<b>248</b>	<b>650</b>	<b>705</b>	<b>657</b>	<b>689</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>2 231</b>	<b>1 691</b>	<b>2 315</b>	<b>2 724</b>	<b>2 828</b>	<b>3 039</b>

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäkstillväxt	-	0%	48%	8%	N.m.	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	59%	137%	N.m.	3%	9%
EBIT-tillväxt, justerad	-	88%	211%	N.m.	6%	10%
EPS-tillväxt, justerad	-	144%	297%	N.m.	N.m.	10%
Bruttomarginal	32,4%	38,3%	40,5%	39,4%	43,4%	43,3%
EBITDA-marginal	6,3%	10,0%	16,0%	10,3%	12,1%	12,1%
EBITDA-marginal, justerad	6,3%	10,0%	16,0%	10,3%	12,1%	12,1%
EBIT-marginal	3,4%	6,5%	13,6%	7,7%	9,3%	9,4%
EBIT-marginal, justerad	3,4%	6,5%	13,6%	7,7%	9,3%	9,4%
Vinst-marginal, justerad	2,0%	10,3%	13,3%	7,8%	8,6%	8,7%

Källa: EPB

Avkastning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	9%	29%	16%	14%	14%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	-	9%	28%	15%	17%	17%

Källa: EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	32%	16%	23%	15%	20%	21%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	92%	41%	85%	72%	71%	68%
Rörelsekapital / totala intäkter	31%	18%	23%	14%	19%	20%
Kapitalomsättningshastighet	1,1x	1,5x	1,6x	1,5x	1,2x	1,2x

Källa: EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	675	-32	221	-145	-200	-293
Soliditet	49%	74%	70%	65%	68%	69%
Nettoskuldsättningsgrad	0,6x	0,0x	0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	5,1x	-0,2x	0,4x	-0,4x	-0,6x	-0,7x

Källa: EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	1,24	3,03	12,0	7,59	7,40	8,12
EPS, justerad	1,24	3,03	12,0	7,59	7,40	8,12
FCF per aktie	1,38	7,93	-1,82	14,5	4,80	5,91
Utdelning per aktie	0,00	2,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Eget kapital per aktie	31,8	36,1	46,6	51,2	55,6	60,7
Antal aktier vid årets slut, m	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7

Källa: EPB

## Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	20,6x	10,1x	4,5x	4,0x	4,1x	3,7x
P/EK	0,8x	0,9x	1,2x	0,6x	0,5x	0,5x
P/FCF	18,4x	3,9x	-29,8x	2,1x	6,3x	5,1x
FCF-yield	5%	26%	-3%	48%	16%	20%
Direktavkastning	0,0%	6,5%	5,5%	10,0%	10,0%	10,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	66,0%	24,9%	39,5%	40,5%	36,9%
EV/Sales	0,7x	0,5x	0,7x	0,3x	0,3x	0,2x
EV/EBITDA, justerad	11,7x	4,9x	4,2x	2,6x	2,3x	1,9x
EV/EBIT, justerad	21,4x	7,5x	4,9x	3,4x	3,0x	2,5x
EV	1 559	1 032	2 100	895	841	748
Aktiekurs	25,5	30,7	54,2	30,0	30,0	30,0

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 fransäger 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](http://www.penser.se)