



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Stål & Metall | Sverige | 21 april 2023

BE Group

Slutet på lageravvecklingen börjar skönjas

Bra resultat givet förutsättningarna

BE Group rapporterade en underliggande EBIT på 10 mkr (180 mkr i Q1'22), vilket vi anser var bra, givet förutsättningarna. Kassaflöde från löpande verksamhet var starkt, 226 mkr (108 mkr), då bolaget fortsatte att minska överlager tagna till höga priser, vilket på sikt bör återställa bruttomarginalen mot den normaliserade nivån på 14-15%. Vi behåller våra vinstprognoser, men höjer vårt motiverade värde till 126-128. BE Group är lågt värderat och har förbättrats strukturellt, vilket ger goda förutsättningar för bra resultat- och utdelningskapacitet framöver.

Effekterna av de tvära kasten under 2022 börjar nu ebba ut

Verksamheten tyngs fortfarande av de tvära kasten på stålmarknaden under föregående år. Inköspriserna steg kraftigt i spåren av konflikten i Ukraina. Samtidigt uppstod en materialbrist kort därefter, vilket ledde till överbeställningar till alltför höga priser, med fördröjda leveranser som inte matchade efterfrågan, som resultat. I kombination med fallande spotpriser under senare delen av 2022 har detta skapat svaga bruttomarginaler. Vi bedömer emellertid att botten sannolikt nåddes under Q4'22. Utsikterna ser än bättre ut för Q2'23 jämfört med Q1'23, med bra efterfrågan från industri i allmänhet och från bilindustrin i synnerhet. Byggeftefrågan är svag och förväntas förbli så.

Vi behåller estimat, men höjer motiverat värde

Q1'23 rapporten var väl i linje med vårt scenario och vi håller våra vinstestimater i stort sett oförändrade. Vi höjer vårt motiverade värde till 126-128 (118-120). Vi har tidigare valt att värdera aktien enbart på vinsten för innevarande år. I takt med att innevarande år löper på med rapporterade kvartal, är det mer rimligt att värdera aktien på både innevarande och nästkommande år. Vi väljer att sätta vikten på 50/50% för 2023e/2024e, vilket ger ett motiverat värde på 126-128 (118-120).

| Estimatändring | | | | Prognos (mkr) | | | | Värde och risk | |
|-----------------|-------|-------|-------|---------------------|-------|-------|-------|----------------|-----------|
| | 23e | 24e | 25e | | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | |
| Totala intäkter | -8,1% | -8,4% | -8,4% | Totala intäkter | 6 875 | 6 224 | 6 929 | 7 137 | Aktiekurs |
| EBIT, just. | -0,5% | -1,0% | 1,6% | Tillväxt | 28% | -9% | 11% | 3% | 115 kr |
| EPS, just. | 0,0% | -0,8% | 2,2% | EBITDA, just. | 533 | 294 | 385 | 339 | Riskenivå |
| | | | | EBIT, just. | 418 | 175 | 266 | 220 | Medel |
| | | | | EPS, just. | 25,3 | 9,8 | 15,4 | 12,5 | |
| | | | | EPS-tillväxt | -34% | -61% | 57% | -19% | |
| | | | | EK/aktie | 128,0 | 125,7 | 136,5 | 143,9 | |
| | | | | Utdelning per aktie | 12,0 | 4,5 | 5,0 | 5,0 | |
| | | | | EBIT-marginal | 6,1% | 2,8% | 3,8% | 3,1% | |
| | | | | ROE, just. | 21,2% | 7,7% | 11,7% | 8,9% | |
| | | | | ROCE, just. | 17,7% | 7,0% | 10,4% | 8,1% | |
| | | | | EV/Sales | 0,0x | 0,4x | 0,3x | 0,3x | |
| | | | | EV/EBITDA | 0,3x | 7,5x | 5,7x | 6,5x | |
| | | | | EV/EBIT | 0,4x | 12,5x | 8,3x | 10,0x | |
| | | | | P/E, just. | 3,2x | 11,8x | 7,5x | 9,2x | |
| | | | | P/EK | 0,6x | 0,9x | 0,8x | 0,8x | |
| | | | | Direktavkastning | 14,9% | 3,9% | 4,3% | 4,3% | |
| | | | | FCF yield | 15% | 23% | 5% | 15% | |
| | | | | Nettoskuld/EBITDA | -1,6x | -2,2x | -1,7x | -1,5x | |

Kommande händelser

| | |
|--------------|-----------------|
| Q2 - rapport | 13 juli 2023 |
| Q3 - rapport | 18 oktober 2023 |

Bolagsfakta (mkr)

| | |
|----------------------------|----------------|
| Antal aktier | 13m |
| Börsvärde | 1 469 |
| Nettoskuld | 726 |
| EV | 2 195 |
| Free float | 48% |
| Daglig handelsvolym, snitt | 44k |
| Bloomberg Ticker | BEGR SS EQUITY |

Analytiker

| | |
|-----------------------|--|
| Örjan Rödén | |
| orjan.rodén@penser.se | |

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 jämfört med historiken, samt kan ge fortsatt momentum till aktien på kort sikt. Stålproducenterna i Europa är betydligt mer disciplinerade än tidigare, vilket bör leda till ett högre och stabilare resultat över cykeln för BE Group. Vi ser den nuvarande svagheten i resultatet som mild och kortvarig. Bolaget har dessutom begränsade kapitalbehov och bör kunna hålla en god utdelningsnivå, vilket inte minst har visat sig de senaste åren.

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 och OEM-kunder.

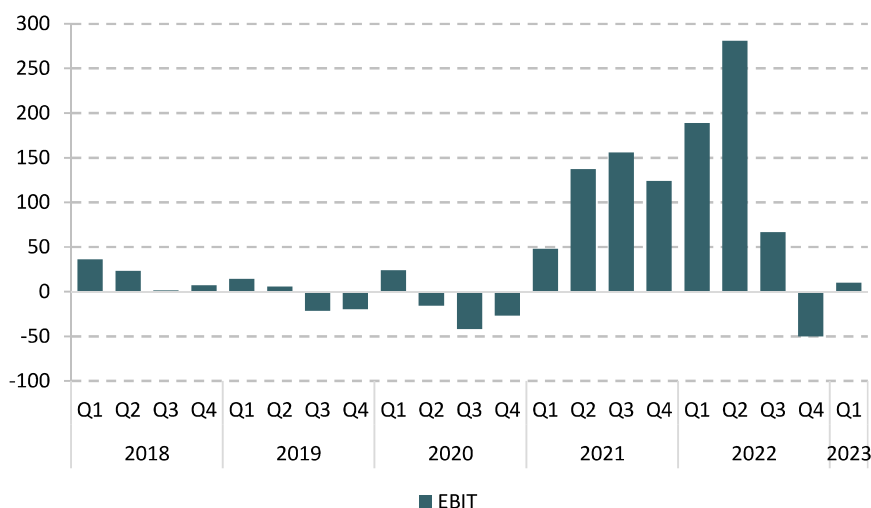
Värdering

Vi värderar aktien med en EV/S multipel på 0,35, vilket vi applicerar på estimat för -23e och -24e justerat för nettoskuld, med vikten 50%/50%. Det ett aktievärde på 127 kr och ett motiverat värde på 126-128 kr (118-120 kr).

Kvartalet i korthet

BE Group rapporterade en underliggande EBIT på 10 mkr (180 mkr i Q1'22), vilket vi anser var bra, givet förutsättningarna. Inklusive lagerförluster på -9 mkr uppgick rapporterad EBIT till 1 mkr (184 mkr). Kassaflöde från löpande verksamhet var starkt, 226 mkr (108 mkr), då bolaget fortsatte att minska överlager tagna till höga priser, vilket på sikt bör återställa bruttomarginalen mot den normaliserade nivån på 14-15%. Efter ett svagt Q4'22 med negativ EBIT uppvisade Q1-23 återigen ett positivt resultat.

BE Group bruttoresultat



Källa: Bolaget, EPB

Verksamheten tyngs fortfarande av de tvära kasten på stålmarknaden under föregående år. Inköspriserna steg kraftigt i spåren av konflikten i Ukraina. Samtidigt uppstod en materialbrist kort därefter, vilket ledde till överbeställningar på alltför höga priser, med fördröjda leveranser som inte matchade efterfrågan, som resultat. I kombination med fallande spotpriser under senare delen av 2022 har detta skapat svaga bruttomarginaler. Vi bedömer emellertid att botten sannolikt nåddes under Q4'22. Utsikterna ser än bättre ut för Q2'23 jämfört med Q1'23, med bra efterfrågan från industri i allmänhet och från bilindustrin i synnerhet. Byggefterfrågan är svag och förväntas förbli så. Vi bedömer att den sammanlagda negativa effekten på bruttoresultatet uppgår till 75-80 mkr av ovanstående negativa faktorer.

Värdering

Vi värderar aktien med en EV/S multipel på 0,35, justerat för nettoskulden. Vi applicerar den multipeln på -23e och -24e, för att bättre reflektera det faktum att BE Groups vinster är cykliska. Att endast använda vinsten för ett enskilt år kan leda till motiverade värden som alltför mycket avviker från ett mer stabilt, långsiktigt värde. Vi väljer att vikta -23e/-24e med vikterna 50%/50%.

Beräkning motiverat värde

| | | Vikt | |
|----------------------------------|-----|------|----|
| Motiverat värde baserat på 2023e | 118 | 50% | 59 |
| Motiverat värde baserat på 2024e | 136 | 50% | 68 |

| | |
|----------------------------------|------------|
| Summering motiverat värde | 127 |
|----------------------------------|------------|

Källa: EPB

Känslighet motiverat värde -23e

| | | Försäljning | | | | |
|------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 5 224 | 5 724 | 6 224 | 6 724 | 7 224 |
| EV/S | 0,25 | 51 | 61 | 70 | 80 | 90 |
| | 0,30 | 71 | 83 | 94 | 106 | 117 |
| | 0,35 | 91 | 105 | 118 | 132 | 145 |
| | 0,40 | 112 | 127 | 142 | 158 | 173 |
| | 0,45 | 132 | 149 | 166 | 184 | 201 |

Källa: EPB

Känslighet motiverat värde -24e

| | | Försäljning | | | | |
|------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 5 929 | 6 429 | 6 929 | 7 429 | 7 929 |
| EV/S | 0,25 | 63 | 73 | 82 | 92 | 101 |
| | 0,30 | 86 | 97 | 109 | 120 | 132 |
| | 0,35 | 109 | 122 | 136 | 149 | 163 |
| | 0,40 | 131 | 147 | 162 | 178 | 193 |
| | 0,45 | 154 | 172 | 189 | 206 | 224 |

Källa: EPB

DCF inklusive känslighetsanalys

| Valuation output | | | |
|---|--------------|--|--|
| Sum of PV of FCF (explicit period) | 1 716 | | |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 736 | | |
| Enterprise value | 2 452 | | |
| Latest net debt | 726 | | |
| Minority interests & other | 0 | | |
| Equity value | 1 726 | | |
| No. of shares outstanding (millions) | 13 | | |
| Equity value per share (SEK) | 133 | | |

| Implicit multipl. | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------------|------|--------|------|
| EV/Sales | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA | 4,6 | 8,3 | 6,4 |
| EV/EBIT | 5,9 | 14,0 | 9,2 |
| EV/NOPLAT | 7,4 | 17,6 | 11,6 |
| P/E | | | |
| ROIC/WACC | | | |
| Current Share price | | 115,00 | |

Källa: Bolaget, EPB

| 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) | 15,0% |
| Tax rate | 21% |

| Sensitivity analysis | | | | | | |
|----------------------|-------|-----------------------|------|------|------|------|
| | | Long-term growth rate | | | | |
| | | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
| WACC | 11,0% | 147 | 150 | 153 | 156 | 159 |
| | 11,5% | 138 | 140 | 142 | 145 | 148 |
| | 12,0% | 129 | 131 | 133 | 135 | 137 |
| | 12,5% | 122 | 123 | 125 | 126 | 128 |
| | 13,0% | 115 | 116 | 117 | 118 | 120 |
| | | Long-term EBIT margin | | | | |
| | | 2,0% | 3,0% | 4,0% | 5,0% | 6,0% |
| WACC | 11,0% | 58 | 105 | 153 | 200 | 247 |
| | 11,5% | 56 | 99 | 142 | 185 | 229 |
| | 12,0% | 54 | 93 | 133 | 173 | 212 |
| | 12,5% | 52 | 88 | 125 | 161 | 198 |
| | 13,0% | 50 | 83 | 117 | 151 | 185 |

Resultaträkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 4 803 | 4 359 | 3 672 | 5 388 | 6 875 | 6 224 | 6 929 | 7 137 |
| Totala intäkter | 4 803 | 4 359 | 3 672 | 5 388 | 6 875 | 6 224 | 6 929 | 7 137 |
| Kostnad sålda varor | -4 134 | -3 754 | -3 124 | -4 286 | -5 866 | -5 416 | -6 014 | -6 254 |
| Bruttoresultat | 669 | 605 | 548 | 1 102 | 1 009 | 808 | 915 | 882 |
| Försäljningskostnader | -402 | -389 | -371 | -418 | -482 | -500 | -510 | -520 |
| Administrationskostnader | -125 | -128 | -110 | -110 | -134 | -135 | -145 | -148 |
| R&D-kostnader | 523 | 514 | 474 | 463 | 582 | 608 | 624 | 637 |
| Övriga rörelsekostnader | -495 | -401 | -387 | -298 | -442 | -487 | -499 | -512 |
| EBITDA | 170 | 201 | 154 | 739 | 533 | 294 | 385 | 339 |
| EBITDA, justerad | 170 | 201 | 154 | 739 | 533 | 294 | 385 | 339 |
| Avskrivningar | -38 | -113 | -115 | -118 | -115 | -119 | -119 | -119 |
| EBITA, justerad | 132 | 88 | 39 | 621 | 418 | 175 | 266 | 220 |
| EBIT | 132 | 88 | 39 | 621 | 418 | 175 | 266 | 220 |
| EBIT, justerad | 132 | 88 | 39 | 621 | 418 | 175 | 266 | 220 |
| Finansnetto | -16 | -16 | -28 | -17 | -18 | -18 | -19 | -19 |
| Resultat före skatt | 116 | 72 | 11 | 604 | 400 | 157 | 247 | 201 |
| Resultat före skatt, justerad | 116 | 72 | 11 | 604 | 400 | 157 | 247 | 201 |
| Total skatt | -36 | -22 | -7 | -109 | -76 | -32 | -51 | -41 |
| Nettoresultat | 80 | 50 | 4 | 495 | 324 | 125 | 196 | 160 |
| Nettoresultat, justerad | 80 | 50 | 4 | 495 | 324 | 125 | 196 | 160 |
| Intäktstillväxt | - | -9% | -16% | 47% | 28% | -9% | 11% | 3% |
| Bruttomarginal | 13,9% | 13,9% | 14,9% | 20,5% | 14,7% | 13,0% | 13,2% | 12,4% |
| EBIT-marginal, justerad | 2,7% | 2,0% | 1,1% | 11,5% | 6,1% | 2,8% | 3,8% | 3,1% |
| EPS, justerad | 6,16 | 3,94 | 0,32 | 38,7 | 25,3 | 9,79 | 15,4 | 12,5 |
| EPS-tillväxt, justerad | - | -36% | -92% | >100% | -34% | -61% | 57% | -19% |

Källa: BE Group, EPB

Kassaflödesanalys

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 132 | 88 | 39 | 621 | 418 | 175 | 266 | 220 |
| Övriga kassaflödesposter | 13 | 81 | 103 | -54 | 103 | 69 | 49 | 59 |
| Förändringar i rörelsekapital | -59 | 31 | 199 | -535 | -317 | 163 | -214 | -35 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 86 | 200 | 341 | 32 | 204 | 407 | 102 | 243 |
| Investeringar i anläggningstillgångar | -32 | -25 | -21 | -25 | -48 | -75 | -25 | -25 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -2 | 0 | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | 0 | -13 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -34 | -38 | -21 | -26 | -49 | -75 | -25 | -25 |
| Fritt kassaflöde | 52 | 162 | 320 | 6 | 155 | 332 | 77 | 218 |
| Förvärv och avyttringar | 2 | 1 | 0 | 1 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| Förändring av skulder | -10 | -104 | -318 | -121 | -162 | -156 | -58 | -65 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | -8 | -103 | -318 | -120 | -169 | -156 | -58 | -65 |
| Kassaflöde | 44 | 59 | 2 | -114 | -14 | 176 | 18 | 153 |
| Nettoskuld | -440 | -915 | -697 | -722 | -856 | -642 | -665 | -524 |

Källa: BE Group, EPB

Balansräkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | |
| Goodwill | 563 | 566 | 557 | 561 | 583 | 583 | 583 | 583 |
| Övriga immateriella tillgångar | 6 | 7 | 5 | 9 | 7 | 4 | 1 | -2 |
| Materiella anläggningstillgångar | 111 | 89 | 89 | 90 | 138 | 190 | 192 | 194 |
| Andelar i intresseföretag | 113 | 110 | 117 | 182 | 183 | 183 | 183 | 183 |
| Övriga anläggningstillgångar | 33 | 561 | 565 | 484 | 500 | 369 | 317 | 236 |
| Summa anläggningstillgångar | 826 | 1 333 | 1 333 | 1 326 | 1 411 | 1 329 | 1 276 | 1 194 |
| Varulager | 651 | 642 | 501 | 1 033 | 1 127 | 965 | 1 178 | 1 213 |
| Kundfordringar | 470 | 387 | 376 | 653 | 675 | 611 | 680 | 701 |
| Övriga omsättningstillgångar | 63 | 57 | 42 | 39 | 78 | 71 | 79 | 81 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 108 | 168 | 166 | 54 | 50 | 226 | 244 | 398 |
| Summa omsättningstillgångar | 1 292 | 1 254 | 1 085 | 1 779 | 1 930 | 1 872 | 2 181 | 2 393 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 2 118 | 2 587 | 2 418 | 3 105 | 3 341 | 3 201 | 3 457 | 3 587 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | |
| Eget kapital | 892 | 922 | 905 | 1 413 | 1 637 | 1 606 | 1 744 | 1 839 |
| Summa eget kapital | 892 | 922 | 905 | 1 413 | 1 637 | 1 606 | 1 744 | 1 839 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 543 | 536 | 321 | 287 | 406 | 406 | 406 | 406 |
| Långfristiga leasingsskulder | 0 | 449 | 457 | 394 | 405 | 367 | 408 | 420 |
| Övriga långfristiga skulder | 44 | 44 | 42 | 42 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| Summa långfristiga skulder | 587 | 1 029 | 820 | 723 | 859 | 821 | 862 | 874 |
| Kortfristiga räntebärande skulder | 5 | 6 | 1 | 8 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Leverantörsskulder | 468 | 398 | 414 | 641 | 480 | 435 | 484 | 498 |
| Kortfristiga leasingsskulder | 0 | 92 | 84 | 87 | 94 | 94 | 94 | 94 |
| Övriga kortfristiga skulder | 166 | 140 | 194 | 233 | 270 | 245 | 272 | 280 |
| Summa kortfristiga skulder | 639 | 636 | 693 | 969 | 845 | 774 | 851 | 874 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 2 118 | 2 587 | 2 418 | 3 105 | 3 341 | 3 201 | 3 457 | 3 587 |

Källa: BE Group, EPB

Tillväxt och marginaler

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intäktstillväxt | - | -9% | -16% | 47% | 28% | -9% | 11% | 3% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | - | 18% | -23% | >100% | -28% | -45% | 31% | -12% |
| EBIT-tillväxt, justerad | - | -33% | -56% | >100% | -33% | -58% | 52% | -17% |
| EPS-tillväxt, justerad | - | -36% | -92% | >100% | -34% | -61% | 57% | -19% |
| Bruttomarginal | 13,9% | 13,9% | 14,9% | 20,5% | 14,7% | 13,0% | 13,2% | 12,4% |
| EBITDA-marginal | 3,5% | 4,6% | 4,2% | 13,7% | 7,8% | 4,7% | 5,6% | 4,8% |
| EBITDA-marginal, justerad | 3,5% | 4,6% | 4,2% | 13,7% | 7,8% | 4,7% | 5,6% | 4,8% |
| EBIT-marginal | 2,7% | 2,0% | 1,1% | 11,5% | 6,1% | 2,8% | 3,8% | 3,1% |
| EBIT-marginal, justerad | 2,7% | 2,0% | 1,1% | 11,5% | 6,1% | 2,8% | 3,8% | 3,1% |
| Vinst-marginal, justerad | 1,7% | 1,1% | 0,1% | 9,2% | 4,7% | 2,0% | 2,8% | 2,2% |

Källa: BE Group, EPB

Avkastning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | Neg. | 6% | 0% | 43% | 21% | 8% | 12% | 9% |
| ROCE, justerad | Neg. | 5% | 2% | 31% | 18% | 7% | 10% | 8% |
| ROIC, justerad | Neg. | 38% | 36% | >100% | 57% | 20% | 26% | 18% |

Källa: BE Group, EPB

Kapitaleffektivitet

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter | 14% | 15% | 14% | 19% | 16% | 16% | 17% | 17% |
| Kundfordringar / totala intäkter | 10% | 9% | 10% | 12% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| Leverantörsskulder / KSV | 11% | 11% | 13% | 15% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | 11% | 13% | 8% | 16% | 16% | 16% | 17% | 17% |
| Kapitalomsättningshastighet | 3,3x | 2,2x | 2,1x | 2,5x | 2,7x | 2,5x | 2,6x | 2,6x |

Källa: BE Group, EPB

Finansiell ställning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | -440 | -915 | -697 | -722 | -856 | -642 | -665 | -524 |
| Soliditet | 42% | 36% | 37% | 46% | 49% | 50% | 50% | 51% |
| Nettoskuldsättningsgrad | -0,5x | -1,0x | -0,8x | -0,5x | -0,5x | -0,4x | -0,4x | -0,3x |
| Nettoskuld / EBITDA | -2,6x | -4,6x | -4,5x | -1,0x | -1,6x | -2,2x | -1,7x | -1,5x |

Källa: BE Group, EPB

Aktiedata

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS | 6,16 | 3,94 | 0,32 | 38,7 | 25,3 | 9,79 | 15,4 | 12,5 |
| EPS, justerad | 6,16 | 3,94 | 0,32 | 38,7 | 25,3 | 9,79 | 15,4 | 12,5 |
| FCF per aktie | 4,01 | 12,8 | 25,9 | 0,47 | 12,1 | 26,0 | 6,00 | 17,1 |
| Utdelning per aktie | 1,75 | 0,00 | 0,00 | 12,0 | 12,0 | 4,50 | 5,00 | 5,00 |
| Eget kapital per aktie | 68,7 | 72,7 | 73,3 | 110 | 128 | 126 | 137 | 144 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 13,0 | 12,7 | 12,3 | 12,8 | 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 | 12,8 |

Källa: BE Group, EPB

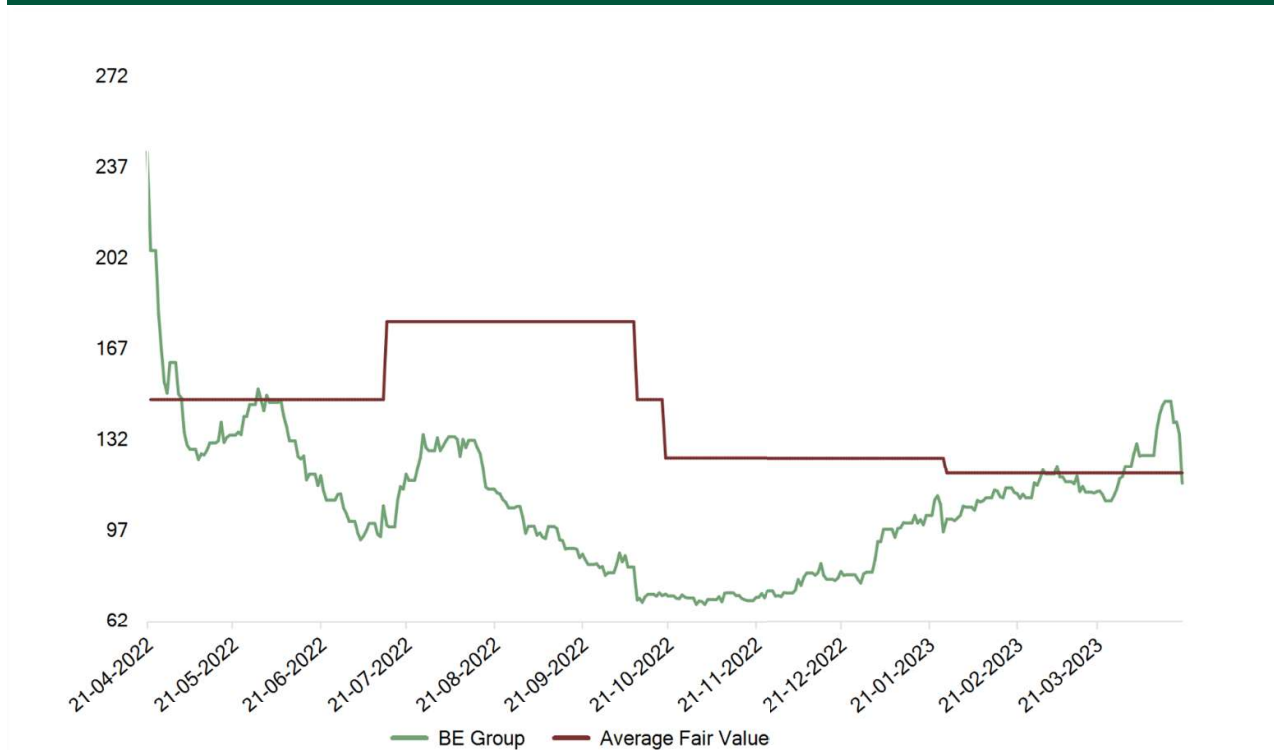
Värdering

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | 5,8x | 9,1x | 116,1x | 3,4x | 3,2x | 11,8x | 7,5x | 9,2x |
| P/EK | 0,5x | 0,5x | 0,5x | 1,2x | 0,6x | 0,9x | 0,8x | 0,8x |
| P/FCF | 9,0x | 2,8x | 1,5x | 282,7x | 6,7x | 4,4x | 19,2x | 6,7x |
| FCF-yield | 11% | 36% | 69% | 0% | 15% | 23% | 5% | 15% |
| Direktavkastning | 4,9% | 0,0% | 0,0% | 9,1% | 14,9% | 3,9% | 4,3% | 4,3% |
| Utdelningsandel, justerad | 28,4% | 0,0% | 0,0% | 31,0% | 47,4% | 46,0% | 32,5% | 40,0% |
| EV/Sales | 0,0x | Neg. | Neg. | 0,2x | 0,0x | 0,4x | 0,3x | 0,3x |
| EV/EBITDA, justerad | 0,2x | Neg. | Neg. | 1,3x | 0,3x | 7,5x | 5,7x | 6,5x |
| EV/EBIT, justerad | 0,2x | Neg. | Neg. | 1,6x | 0,4x | 12,5x | 8,3x | 10,0x |
| EV | 27 | -460 | -233 | 974 | 178 | 2 195 | 2 195 | 2 195 |
| Aktiekurs | 36,0 | 35,9 | 37,6 | 133 | 80,8 | 115 | 115 | 115 |

Källa: BE Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

BE Group (BEGR SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

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 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 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